

# 美、中政府與市場在人民幣匯率改革中的角色：2003-2005\*

趙 文 志

(國立政治大學國家發展研究所博士後研究員)

## 摘 要

本文是以人民幣匯率作為研究個案，探討人民幣匯率與匯率體制是否受到國際政治壓力？其次是國際政治如何對人民幣施壓？第三是中國政府與決策者如何反應？第四是市場如何反應與考量國際壓力對匯率的影響。

研究結果顯示中國人民幣的發展，一開始中國政府主要思考因素是建基於國內經濟如何發展與改革之上，匯率水平的訂定是根據中國國內需求與國內政治目的而決定。隨著中國逐漸融入國際貿易體系，不斷累積對外國貿易順差（最大來源主要是美國），引起外國的不滿而施壓。中國基於國內經濟發展與政治穩定的考量始終不同意國際社會的要求。但面對貿易失衡狀況愈加嚴重，以美國為首的國際壓力不斷加大施壓力道，中國最後還是改變匯率體制為管理是浮動匯率制度並調升人民幣匯率水平 2.1%。藉此來滿足國際社會的要求，卻又不至於對中國經濟產生過大的衝擊。因此，這顯示國際政治因素在人民幣的案例上，對其匯率體制與名目匯率產生影響，促使中國放棄實施多年的匯率體制。

**關鍵詞：**人民幣、國際政治因素、中國政府、美國政府

\* \* \*

## 壹、前 言

人民幣匯率問題從 2002 年以來，一直是國際事務中重要的焦點。隨著中國經濟的崛起，全球目光集中在中國的同時，中國對世界影響力也隨之大幅上揚。中國經濟快速成長，從 1979-2006 年中國年平均 GDP 成長率為 9.8%，到 2005 年中國成為世界第

---

\* 作者非常感謝兩位匿名審查人的寶貴意見，使筆者受益良多。此外，筆者也特別感謝童振源教授在本文撰寫過程中對本文的許多建議，一切文責由作者自負。

四大經濟體。對外貿易額，中國從 1979 年世界第 32 位，到了 2006 年成爲世界第 3 位。從 1979 年到 2006 年，中國共吸引了 8,770 億的外國資金到中國投資。此外，到了 2006 年底中國累積了 1 兆 660 億美元的外匯存底。<sup>①</sup>根據世界銀行統計，中國經濟在 2004 年貢獻了全球經濟成長的三分之一，以購買力平價爲基礎，中國經濟在 2004 年佔世界經濟 12%，僅次於美國。<sup>②</sup>因此，中國經濟的一舉一動對於世界都有重大影響，非常值得我們關切。

人民幣匯率問題也因爲隨著中國經濟實力的提升，受到國際的關注，尤其以美國爲主一再要求人民幣升值。中國一直一來是實施實質固定匯率制度，面對國際壓力要求人民幣升值的同時，中國政府一再對外宣稱人民幣不會升值，也絕不在國際壓力下改變匯率體制，人民幣匯率改革是中國主權，中國要自己決定人民幣改革的步調。但 2005 年 7 月 21 日中國卻「出其不意」的宣布人民幣升值 2.1%並將人民幣匯率體制調整爲管理是浮動匯率體制，這其間從原本堅持人民幣不升值與現行的匯率制度是適當到出其不意的調整的轉折，引起本文的興趣想要探討國際政治壓力在其中所扮演的角色，而本文的主要問題意識是建構在人民幣匯率變動是否真的如中國政府所宣稱的完全不受國際政治因素的影響？希望藉由個案的研究，建構國際政治因素對匯率變動的理論意涵。

本文將以人民幣匯率作爲研究個案，探討人民幣匯率與匯率體制是否受到國際政治壓力？其次是國際政治如何對人民幣施壓？第三是市場如何反應與考量國際壓力對匯率的影響？第四是中國政府與決策者如何反應？最後是提出初步研究結果與結論。

## 貳、相關文獻與理論的探討：一個被忽略的研究問題

對於匯率變化的理論性探討，最主要的仍是從國際貨幣理論出發，去瞭解匯率變化的經濟意涵，如利率平價條件 (Interest Parity Condition)、單一價格法則 (The Law of One Price)、購買力平價理論 (Purchasing Power Parity, PPP)、國際收支均衡理論 (The Balance of Payment Approach)、資產組合平衡學派的匯率理論 (The Portfolio Balance Approach) 等。<sup>③</sup>

註① Chen-yuan Tung, "The Renminbi Exchange Rate in the Increasingly Open Economy of China: A Long-Term Strategy and a Short-Term Solution," *Issues & Studies*, vol. 43, no. 1 (March 2007), pp. 79-114.

註② "China Quick Facts," *World Bank*, <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/EASTASIAPACIFICEXT/CHINAEXTN/0,,contentMDK:20680895~pagePK:1497618~piPK:217854~theSitePK:318950,00.html>.

註③ 關於這些理論的討論可參閱 Jacob A. Frenkel and Harry G. Johnson, *The Money Approach to the Balance of Payment* (Toronto: University of Toronto Press, 1976); Marina V. N. Whitman, "Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payment," *Brookings Paper on Economic Activity*, vol. 3 (1975),

也因此，在許多人民幣實證的研究中，多數學者是從經濟的角度，透過經濟理論模型來探討中國大陸人民幣均衡匯率應該為何？人民幣匯率是否低估？到底低估多少？同時應該如何面對與處理目前失衡的狀態並分析人民幣是否應該升值，升值後對中國經濟可能產生何種衝擊，透過經濟模型來估計並回答上述問題。<sup>④</sup>

匯率水平的變化除了上述從經濟的角度去探討之外，另有學者認為匯率變化除了與經濟因素相關外，亦受到國內政治情勢變化的影響。<sup>⑤</sup>學者 William Bernhard 與

pp. 491~555; Paul R. Krugman, "A Theory of Balance of Payments Crises," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, no. 3 (August 1979), pp. 311~325; Maurice Obstfeld, "Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises," *American Economic Review*, vol. 76, no. 1 (March 1986), pp. 72~81; Maurice Obstfeld, "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features," *European Economic Review*, vol. 40, no. 3-5 (April 1996), pp. 1037~47; Guillermo A. Calvo and Enrique G. Mendoza, "Mexico's Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold," *Journal of International Economics*, vol. 41, no. 3-4 (November 1996), pp. 235~64; Mark P. Taylor, "The Economics of Exchange Rate," *Journal of Economic Literature*, vol. 33 (March 1995), pp. 13~47; Guillermo A. Calvo, "Balance-of-Payments Crises in Emerging Market: Large Capital Inflows and Sovereign Government," in Paul Krugman eds., *Currency Crises* (Chicago and London: The University of Chicago Press, 2000), p. 71; Laurence S. Copeland, *Exchange Rates and International Finance*, 4<sup>th</sup> ed. (Harlow, England: Pearson Education Limited, 2005), pp. 82~91.

註④ Eswar Prasad, Thomas Rumbaugh and Qing Wang, "Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China," *IMF Policy Discussion Paper*, January 2005, pp. 1~32; Gene Hsin Chang and Qin Shao, "How Much is the Chinese Currency Undervalued? A Quantitative Estimation?" *China Economic Review*, no. 15 (2004), pp. 366~371; Steven Dunaway and Xiangming Li, "Estimating China's 'Equilibrium' Real Exchange Rate," *IMF Working Paper*, October 2005, pp. 1~12; Albert Keidel, "China's Currency: Not the Problem," *Policy Brief*, no. 39 (June 2005), pp. 1~8; Ted H. Chu, "The Chinese RMB: Its Value, Its Peg, and Its Future," *Business Economics*, vol. 40, no. 2 (April 2005), pp. 7~17; Jeffrey Frankel, "On the Renminbi: The Choice between Adjustment under a Fixed Exchange Rate and Adjustment under a Flexible Rate," paper presented at the High-Level Seminar on Foreign Exchange System, held by the International Monetary Fund and the People's Bank of China, Dalian, China, May 26-27, 2004, pp. 1~26; Morris Goldstein, "Renminbi Controversies," presented on the conference on Monetary Institutions and Economic Development, Cato Institute, Washington DC (November 3, 2005), pp. 1~14; 張志柏，「以相對購買力評價估值人民幣匯率」，*國際金融研究*（北京），（2005年6月），頁52~56；郭樹清，「中國宏觀經濟分析基礎」，*金融研究*（北京），第1期（2005年），頁8~23；曹鳳岐，「人民幣匯率形成機制研究」，*金融研究*（北京），第1期（2005年），頁43~51；陳雨露、王芳、楊明，「做為國家競爭戰略的貨幣國際化：美元的經驗論證—兼論人民幣的國際化問題」，*經濟研究*（北京），第2期（2005年），頁35~44；雷達、于春海，「開放過程中的貨幣政策目標和匯率制度選擇」，*經濟理論與經濟管理*（北京），第12期（2004年），頁20~25；張斌、何帆，「如何調整人民幣匯率政策：目標、方案和時機」，*國際經濟評論*（北京），（2005年3-4月），頁17~22；劉建江、徐長生，「本幣對外升值引發通貨緊縮的機制—從日圓升值經驗看人民幣升值的可能影響」，*當代經濟研究*（長春），第1期（2005年），頁39~44；黃薇，「人民幣匯率制度：現狀、近期選擇與改革操作」，*當代經濟科學*（陝西），第27卷第3期（2005年5月），頁9~13。

註⑤ 此類文獻包括：Steven A. Block, "Political Conditions and Currency Crises: Empirical Regularities in Emerging Markets," *CID Working Paper*, no. 79 (March 2002), pp. 1~28; David Leblang, "The Political Economy of Speculative Attacks in the Developing World," *International Studies Quarterly*, vol. 46 (2002),

Davis Leblang 在其所做國內政治風險與外匯市場關係的研究中指出，市場行為者會將各種資訊整合進他們對於政府對匯率水平承諾的預期中。藉由資訊收集來評估該國政府可能的政策作為，進而形成交易行為的重要依據。他們認為在國內政治因素中，政府黨派即是一個市場行為者對於政府政策目標的重要評估線索。另外，他們也認為左右派政府對於匯率在經濟發展過程中扮演角色的看法是截然不同，基於意識形態上的差異，進一步衍生出左右派政府不同的匯率政策，造成匯率不同的變化。<sup>⑥</sup>另外，學者 Daniel Bachman 也提出由於市場對於選舉結果的預期，使得遠期外匯報酬產生顯著性的改變。<sup>⑦</sup>

這些從國內政治面向研究匯率的研究中指出，政府決策者由於面臨了選舉連任的壓力，因此政治人物會傾向誘發實質匯率循環配合著選舉，延遲匯率貶值，直到選舉結束之後，或者國內利益團體透過遊說與政治獻金的方式，影響政府對於匯率的看法與政策。在其研究中還同時探討決策者在決定捍衛匯率制度的考量為何，其中包括了選舉動機、制度性的動機以及黨派動機 (partisan incentives) 等。所以 Daniel Bachman 等人認為隨著執政黨意識形態的不同、選舉日期的逼近與否、候選人特質以及利益團體遊說等等因素的差異，都會對於匯率波動產生影響。<sup>⑧</sup>

上述這些學者將政治制度因素和匯率變動的因果關係串連起來，提出以下國內政治因素與匯率變化之間的理論意涵：由於國內政治因素的不確定性，如政黨更迭、執

---

pp. 69-91; Pierre-Guillaume Meon, "A Model of Exchange Rate Crises with Partisan Governments," *Journal of Macroeconomics*, vol. 23, no. 4 (Fall 2001), pp. 517-535; Aaron Sachs, Tornell Jeffrey Sachs and Andres Velasco, "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?" *INBER Working Paper 5142*, <http://www.nber.org/papers/w5142.pdf>; David Leblang, "Institutions, Expectations, and Currency Crises," *International Organization*, vol. 60, no. 1 (January 2006), pp. 245-262; Jeffrey A. Frieden, "The Politics of Exchange Rates," in S. Edward and M. Naim eds., *Mexico 1994: The Anatomy of an Emerging-Market Crash* (Washington D.C.: Inter-American Development Bank Press, 1997), pp. 81-94; David Leblang and William Bernhard, "The Politics of Speculative Attacks in Industrial Democracies," *International Organization*, vol. 54, no. 2 (Spring 2000), pp. 291-324; L. Pattama Shimpalee and Janice Boucher Breuer, "Currency Crises and Institutions," *Journal of International Money and Finance*, vol. 25 (2006), pp. 125-145; David A. Leblang, "Political Uncertainty and Speculative Attacks," in Steve Chan and James Scarritt eds., *Coping with Globalization: Cross-National Patterns in Domestic Governance and Policy Performance* (London: Frank Cass, 2002), pp. 63-87.

註⑥ William Bernhard and Davis Leblang, "Domestic Process, Political Risk and Foreign Exchange Markets," *American Journal of Political Science*, vol. 46, no. 2 (April 2002), p. 318.

註⑦ Daniel Bachman, "The Effect of Political Risk on the Forward Exchange Bias: The Case of Elections," *Journal of International Money and Finance*, vol. 11 (1992), pp. 208-219.

註⑧ Blomger S. Brock and Gregory D. Hess, "Politics and Exchange Rate Forecasts," *Journal of International Economics*, vol. 43 (1997), pp. 189-205; Daniel Bachman, "The effect of Political Risk on the Forward Exchange Bias: the Case of Elections," pp. 208-219; Bento J. Lobo and David Tufte, "Exchange Rate Volatility: Does Politics Matter?" *Journal of Macroeconomics*, vol. 20, no. 2 (Spring 1998), pp. 351-365; Marina Arbetman, "The Impact of Politics on Exchange Rate Fluctuations: the Untold Story," *International Interactions*, vol. 21, no. 2 (1995), pp. 127-153.

政黨意識形態的不同（左派政府與右派政府）、選舉的舉行、政府對於匯率政策的政治性考量等等，影響了市場交易者透過這些政治資訊的收集而產生對於匯率變化的預期。這樣的心態，使市場交易者開始預期貨幣匯率的升值或貶值，而這樣的預期促使了投機客與市場交易者大量的賣出該國貨幣資產，造成該國外匯存底快速流失，進而造成了匯率變動甚至貨幣危機的發生。同時，政府匯率政策，由於國內政治因素的考量，使得政府作出不同的匯率決策，也會影響匯率變動。

本文認同前述從政治角度去討論匯率變動的研究途徑，亦即政府決策者由於面臨了選舉連任的壓力，在國內政治因素的考量下，政治人物會傾向誘發實質匯率循環配合著選舉，延遲匯率貶值，直到選舉結束之後，或者國內利益團體透過遊說與政治獻金的方式，影響政府對於匯率的看法與政策。而在認同政府對於匯率政策的政治性考量作為研究匯率變動的研究途徑下，本文認為國內政治面向的研究途徑，卻無法解釋為何這些基於國內政治理由所形成的匯率體制與匯率水平，在滿足經濟發展與國內政治需求下，會在國際壓力下改變。而本文的研究則對於這樣的現象提出了解釋，補足匯率理論中對於國際政治因素的忽略。也就是本文認為一個國家的匯率政策，政府考量得不是只有國內政治，國際政治因素的考量，也應該是重要的面向。例如，1985 年廣場協議下的日圓與德國馬克，還有台灣在 90 年代面對美國壓力而讓新台幣大幅升值。這都是這些國家政府在國際政治因素的考量下，形成國際政治因素影響匯率的案例。因此，在大部分文獻中，都忽略了國際政治因素與匯率變動的關係，這也是本文從國際政治角度出發的原因之一。

回到本文欲研究的個案：人民幣匯率的案例中顯示，中國是一個一黨專政的國家，其並沒有政黨更迭、執政黨意識形態的不同（左派政府與右派政府）、定期選舉的問題，同時人民幣匯率一直以來受到中共高度管制。從上述國內政治的研究途徑去探討人民幣匯率變化，有其侷限性。因為從國內政治因素角度無法解釋為何人民幣匯率在滿足中國經濟發展與國內政治需求的情況下，卻面臨改革壓力，甚至促使中國政府改變匯率體制，對人民幣匯率進行改革。對中國政府來說，匯率政策的考量中，前述國內政治因素的思考將會不存在。在這樣的狀況下，人民幣匯率政策的改變除了國內經濟因素的考量外，國際政治因素就成為探討的重要面向。因為，從 2003 年開始，國際社會不斷向中國大陸施壓，中國政府對於 2005 年 7 月 21 日匯率改革的決定卻也一再對外宣稱這是依據中國本身經濟發展狀況所做的調整，絕對不是受到國際壓力做出的改變。職是之故，本文試圖去探討，中國大陸人民幣匯率改革是否真的完全不受國際壓力的影響？<sup>⑨</sup>

註⑨ 在此本文必須強調的是，本文並不是否認經濟因素對於人民幣匯率變動的影響力。事實上，本文也認為人民幣匯率變動有一部分是受到經濟基本面的影響。本文主要是認為人民幣除了受經濟因素影響外，也受到國際政治因素的影響。因為，中國政府一再宣稱人民幣匯率改革是根據中國經濟發展的狀況而提出的，中國政府絕不會在國際壓力下進行改革，而本文即是要證明人民幣匯率改革並不是如中國大陸政府所表示的完全受到自身經濟發展狀況而進行調整，其實有相當程度上是在國際壓力下才進行人民幣匯率改革。

在研究人民幣的文獻中，除了前述從經濟的角度去探討人民幣匯率變動的應然而外，鮮有從國內政治的角度去分析，對於探討中國政府如何從國際政治因素去考量中國匯率政策的研究也同樣付之闕如，僅有少數幾篇文獻是觸及到國際政治因素。首先是童振源教授的文章，其從經濟的角度探討中國維持固定匯率制度的風險與困境，並提出中國政府要解決這些困境的方案，而只在最後則提出了國際政治因素對於人民幣匯率在 2005 年 7 月 21 日的升值，扮演關鍵性的角色。在其大作中，點出了國際政治因素在人民幣匯率改革中的重要性，卻並沒有進一步深入探討其中的因果關係與變化。本文即是在這樣的基礎上進一步希望深入分析國際政治因素如何影響中國政府的決策，兩者之間如何互動。此外，另一篇從國際政治面向探討的文獻是大陸學者劉江永所著，在這篇文章中透過其所謂的「油價牽動匯率理論」，將國際政治因素與匯率變動之間的因果關係聯繫起來。雖然其並沒有特別討論人民幣匯率，但劉江永也認為國際政治因素對於匯率的影響是具有重要作用的。<sup>⑩</sup>

因此，在上述理論的基礎下，據此本文設立了以下幾項研究假設：

(一) 匯率體制與名目匯率的變動除了受國內政治因素與經濟因素的影響外，國際政治因素對於匯率的變動亦是有影響。

(二) 政府對於匯率政策的思考除了考量國內政治與經濟因素外，也考慮國際政治壓力因素。

(三) 市場交易者對於匯率的預期與作為，除了受到總體經濟指標與國內政治局勢發展的影響外，也受到國際政治情勢變化的影響。

(四) 國際貿易失衡下，貿易順差國對貿易逆差國依賴度上升，假如貿易逆差國為一強權國家，則強權國家會對貿易順差國有影響力。例如，兩國 (A 與 B 兩國) 貿易失衡，A 國在貿易順差累積大量外匯存底情況下，勢必會使得該國對於 B 國貿易依賴程度加深。在貿易失衡情況下，如果 B 國為強權國家，龐大貿易逆差的 B 國對於 A 國將會產生影響力。

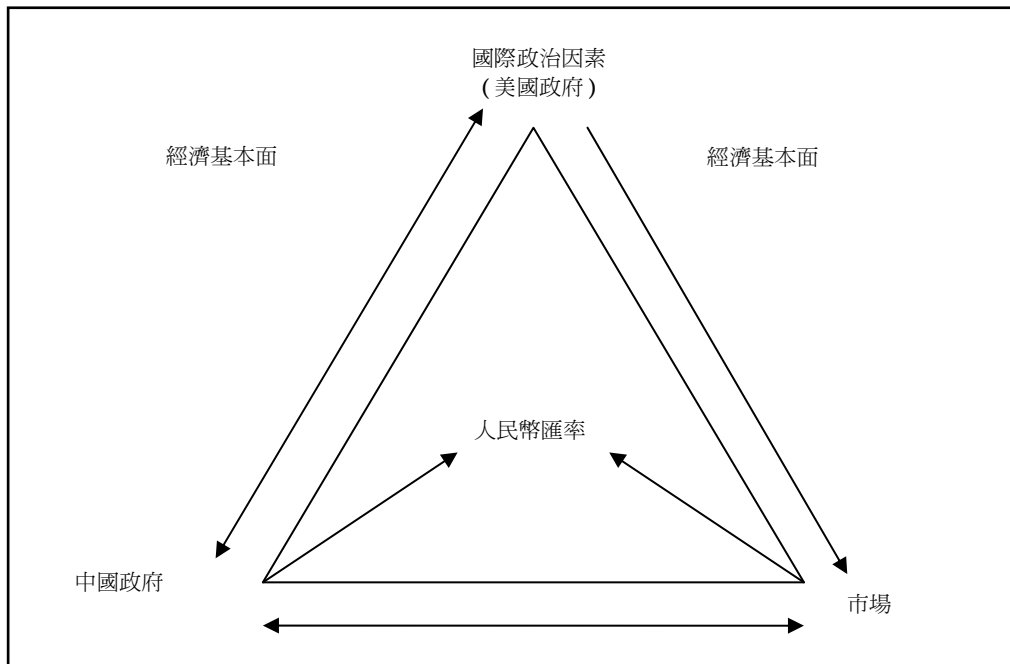
在這些研究假設下，探討中國大陸政府的人民幣匯率政策是否受到國際政治壓力的影響？而中國大陸與美國政府之間的博奕是否對於市場產生影響？以及中美貿易逆差不斷擴大下美國如何對中國施壓，影響中國大陸的匯率政策？

因此，本文將探討市場、外國政府 (國際政治因素)、中國政府三者之間的互動關係。市場交易者藉由對經濟基本面、國際政治與中國政府可能作為與政策進行評估，進而決定市場行為，對匯率產生影響。外國政府則透過外交手段與國內相關政策向中國政府施壓，要求中國政府改變匯率水平與匯率體制，以改善貿易上失衡狀況，這樣的施壓既影響中國政府政策作為，也影響了市場預期進而影響匯率變化。中國政府則在考量市場預期與國際壓力以及中國經濟本身狀況與條件下，相對應做出一系列反應

註⑩ 童振源教授大作詳細內容請見童振源，「人民幣匯率之國際政治經濟分析」，*問題與研究*，第 44 卷第 6 期 (2005 年 11、12 月)，頁 133~155。此外，中國學者劉江永大作請參閱劉江永，「國際政治與匯率變動」，*世界經濟與政治* (北京)，第 10 期 (2003 年)，頁 33~37。

與政策，這些政策進而影響匯率變化。外匯市場、中國政府與國際政治因素三者彼此交互作用影響匯率變化。本文試圖藉由這樣的方式建構一套分析架構（見圖 1）去指出匯率理論與實際匯率變化的落差，並透過國際政治面向的研究途徑去解釋這個落差的原因。

圖 1 研究架構圖



資料來源：作者自繪。

### 參、美國的壓力<sup>①</sup>

2001 年開始，包括美國在內的世界經濟陷入了衰退期，美國產生了龐大的貿易赤字。同時經濟衰退也造成美國製造業工人大量失業，國內失業率快速上升。使得美國開始採取弱勢美元政策。自 2002 年 2 月開始，美元對歐元、日元、英鎊、加拿大幣等世界主要貨幣的匯率開始走貶。<sup>②</sup>

註① 國際政治壓力的探討，在此處本文主要集中焦點於美國的壓力，由於美國是國際社會中對人民幣施壓最力，同時也是中國對外貿易順差中最多的國家，因此本文集中討論美國對中國施壓的狀況，但並不因此就認為其他國家如歐盟、日本或是國際組織沒有對中國施壓要求人民幣升值。

註② C. Fred Bergsten, Bates Gill, Nicholas R. Lardy and Derek Mitchell, *China: The Balance Sheet* (New York: The Center for Strategic and International Studies and The Institute for International Economics Press, 2006), p. 92.

由於人民幣匯率採取盯住美元的策略，再加上自 2002 年開始美元對主要貨幣的大幅度貶值，確實已造成人民幣匯率嚴重被低估。而根據馬婁條件 (Marshall-Lerner Condition)，在進出口量對於實質匯率變化的反應具有足夠彈性下，一國貨幣實質貶值可以改善該國的對外貿易情況。<sup>⑬</sup>也因此，中國對外貿易出口逐年增加，貿易盈餘也大幅增長。以美國為例，根據美國統計資料，2001 年時美國統計對中國貿易逆差約為 830 億美元，到了 2002 年雙邊貿易逆差增加為 1,031 億美元，2003 年增加到 1,240 億美元，2004 年再度增加到 1,620 億美元，2005 年達到 2,015 億美元。(見表 1) 所以，美國對此一現象深表不滿，認為中國因為過度低估人民幣幣值，造成中國獲得不公平的競爭優勢。

表 1 2000-2005 年美國對中國的貿易均衡統計表

單位：億美元

年代	美國統計對中國的貿易均衡	美國統計對中國貿易均衡增長率
2000	-838.330 (3798.35)	
2001	-830.961 (3651.26)	-0.8%
2002	-1,030.649 (4237.25)	24.03%
2003	-1,240.682 (4969.15)	20.37%
2004	-1,619.380 (6120.92)	30.52%
2005	-2,015.448 (7143.71)	24.46%

說明：表中括弧部分為美國對外貿易赤字總額。

資料來源：1. 美國資料：“Trade in Goods (Imports, Exports and Trade Balance) with China,” *U.S. Census Bureau*, downloaded on October 4, 2007, <http://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5700.html>.

2. 美國對外貿易赤字總額部分“U.S. Total Trade Balance in Goods and Services, January 1994 to October 2008,” *U.S. Census Bureau*, downloaded on October 4, 2007, <http://www.census.gov/foreign-trade/statistics/historical/gandsbal.txt>.

於是美國行政與立法部門開始對中國施壓。雖然美國行政立法部門同樣對中國施壓，但兩者所採取的手段與關注的面向卻大異其趣，行政部門著重中國匯率體制的改革，而國會卻是希望中國立即讓人民幣大幅升值。以下本文將分別說明。

### 一、美國行政部門—匯率體制面向的施壓

對中國不斷增加的貿易赤字與製造業就業人數的下降，讓美國政府開始對人民幣表達關切。2003 年 5 月，美國新任財政部長史諾 (John Snow) 首次提出人民幣升值的議題，敦促中國實行更靈活的匯率制度。<sup>⑭</sup> 2003 年 9 月，美國財政部長史諾進一步訪

註⑬ Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld, *International Economy: Theory and Policy* 7<sup>th</sup> ed. (Boston, MA: Addison-Wesley, 2006), pp. 444-446.

註⑭ 瓊斯，「人民幣受壓升值，美國敦促中國匯率制度更靈活」，*南方都市報* (廣東)，2003 年 6 月 19 日，<http://business.sohu.com/49/15/article210241549.shtml>。



問中國，與中國談判的重點仍置於匯率體制部分。會後，史諾仍然強調希望中國政府推動人民幣匯率體制的改革，其認為：「彈性的匯率體制對美中雙邊都有好處，自由浮動的貨幣可以有效制定真實價格，使資源有效配置而不需去干預。」<sup>⑮</sup>

從美國官員的談話顯示，美國行政部門主要訴求是要求中國從事匯率體制的改革以便讓人民幣匯率浮動進而帶動人民幣匯率升值，其並不特別提出要讓人民幣升值多少百分比。也因此，美國行政部門相當程度上願意給中國政府時間進行推動人民幣匯率改革的準備工作。所以從史諾的發言來看，美國行政部門在與中國磋商過程中，除了要求中國朝向彈性的匯率體制方面改革外，同時也接受中國的某些說法而沒有迫使中國立即讓人民幣升值。

中國也正面回應美國行政部門關於匯率體制改革的要求。2005年9月，中國總理溫家寶在公開場合接見史諾時就表示：「中國將根據經濟發展水準、經濟運行狀況和國際收支狀況在深化金融改革中進一步探索和完善的人民幣匯率形成機制。」<sup>⑯</sup>這樣的發言顯然是與史諾提出中國承諾會進行匯率體制改革的說法相符合。

也因此，2003年10月，美國財政部向國會提出的國際經濟與匯率政策報告中，沒有將中國列入匯率操縱國的名單，但美國財政部長史諾在國會作證時再次強調中國採取彈性匯率體制的重要，其表示：「中國並未達到操縱匯率的技術要求，但一個彈性、市場化的匯率體制對中國是合適的。同時伴隨中國經濟成長與不斷累積的外匯，中國現在有機會在匯率彈性的議題上展現其在國際社會的領導權。美國鼓勵中國回應美國的要求。」<sup>⑰</sup>

2003年美國對中國的貿易逆差擴大到1,241億美元，占美國全部貿易赤字的四分之一，這讓美國行政部門持續對中國施加壓力，要求中國進行人民幣匯率體制的改革以便讓人民幣浮動並進一步積極尋求與中國合作，協助中國進行匯率體制改革。2004年4月，美國財政部任命在亞銀的美國行政局長史派茲（Paul Speltz）擔任特使，專門處理對中國的金融事務，主要任務是促使中國改變人民幣固定匯率政策。藉此向中國顯示出美國重視中美不均衡的經貿關係。<sup>⑱</sup>此外，美國也就中國尋求美國承認中國市場經濟地位的同時向中國施壓匯率問題。6月初美國商務部舉行聽證會，討論中國經濟的結構與運作，並討論決定是否將中國視為具有「市場經濟地位」（Market Economy

註⑮ John Snow, "Press Roundtable Transcript with Treasury Secretary Snow in Beijing, China on September 3, 2003," *U.S. Department of Treasury*, September 3, 2003, <http://www.ustreas.gov/press/release/js692.htm>.

註⑯ 溫家寶，「保持人民幣匯率穩定符合中美共同利益」，新華網，2003年9月3日，[http://news.xinhuanet.com/newscenter/2003-09/03/content\\_1061236.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2003-09/03/content_1061236.htm)。

註⑰ John Snow, "Testimony of Treasury Secretary John Snow Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs," *U.S. Department of Treasury*, October 30, 2003, <http://www.treas.gov/press/releases/js953.htm>; Andrzej Zwanecki, "Treasury's Snow Notes Progress, Encourages More Reform," *U.S. Department of State*, October 30, 2003, <http://usinfo.org/wf-archive/2003/031030/publog4.htm>.

註⑱ Paul Blustein, "U.S. Pushes China Hard On Trade: Concessions to Be Sought At Upcoming Meeting," *The Washington Post*, April 15, 2004, E01.

Status) 的國家。會後美國並沒有將中國視為一個具市場經濟地位的國家，其中一個理由即是認為人民幣無法自由兌換成其他國家貨幣。<sup>⑩</sup>

在美國的施壓下，中國一再對美國承諾願意針對現行人民幣匯率體制進行改革，而行政部門官員也一直以這樣的訴求在與中國進行交涉，只是這樣的承諾在經過兩年始終沒有具體的成果，也讓美國行政部門開始失去耐心。

2005 年 4 月 16 日，美國財政部副部長泰勒就進一步表示：「中國已經準備好朝向彈性匯率，我們向他們『非常』強調中國現在已經可以開始擁有彈性匯率」。<sup>⑪</sup>史諾更在 2005 年 4 月七大工業國 (G7) 財金首長會議後單獨發表聲明，特別直接點名中國表示：「中國在過去幾年已經爲了更彈性的匯率體制做了很多準備工作，中國也已說過希望邁向更具彈性的匯率體制，現在已經可以準備去做了」。<sup>⑫</sup>

6 月 23 日，美國行政部門向國會提出的匯率政策報告中雖然仍未認爲中國操縱貨幣，但爲避免讓中國誤解美國立場，史諾還特別強調：「雖然中國未達到操縱匯率的技術性要求，因此認爲中國匯率體制是適當的將會是錯誤的解讀。中國應該也準備要採取匯率體制改革，否則一直下去，中國將會達到操縱匯率的標準。」<sup>⑬</sup>

面對美國行政部門從 2005 年初以來一連串的轉趨強硬的談話，中國政府的態度也開始隨之轉變。中國政府開始談論推出人民幣匯率改革的時間，而不再是過去一直提出的中國會持續探索與完善人民幣匯率形成機制的空洞說法。周小川就表示：「由於中國經濟在世界經濟中的作用變得比以前大了，作爲一個負責任的大國，我們會考慮這項改革對地區和全球經濟的影響並表示中國將『積極』、有計畫推動人民幣匯率改革，選擇合適時機出台。」<sup>⑭</sup>中國總理溫家寶更表示人民幣改革何時出台、什麼方案，可能是一個「出其不意」的事情。<sup>⑮</sup> (中國詳細回應請見下節)

註⑩ 美國審查市場經濟地位的 6 項標準分別是：該國貨幣在多大程度上可以自由兌換成其他國家貨幣；該國工資在多大程度上是由勞資雙方自由協定；合資企業或他國企業的投資在多大程度上能獲得該國的批准；該國政府在多大程度上對企業享有所有權或對生產進行控制；該國政府在多大程度上決定企業的資源分配、定價和產量；其他該國政府控制的相關因素。詳細內容請參閱美國“Tariff Act of 1930 (19 U.S.C. 1677 (18)(B))”，downloaded on March 18, 2008, [http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=browse\\_usc&docid=Cite:+19USC1677](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=browse_usc&docid=Cite:+19USC1677).

註⑪ Steven K. Beckner, “Sr US Tsy Offl: US Commends China in Saying Time for Flex FX,” *The Main Wire*, April 16, 2005.

註⑫ John W. Snow, “Secretary John W. Snow Prepared Statement Following the Meeting of the G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors,” *U. S. Department of Treasury*, April 16, 2005, <http://www.treasury.gov/press/releases/js2384.htm>.

註⑬ John Snow, “Testimony of Treasury Secretary John Snow Before the Senate Committee on Finance,” *U.S. Department of Treasury*, June 23, 2005, <http://www.treas.gov/press/releases/js2505.htm>.

註⑭ 「周小川行長接受人民日報專訪」，中國人民銀行，2005 年 3 月 29 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&ID=156>。

註⑮ 王鍵，「人民幣匯率調整傷透腦筋」，中國貿易報 (北京)，2005 年 4 月 28 日，<http://cnki50.csis.com.tw/kns50/detail.aspx?QueryID=58&CurRec=11>。

## 二、美國國會的反應—對匯率水平的施壓

面對人民幣匯率議題，美國國會與美國製造業認為由於中國人為干預人民幣匯率，使人民幣貨幣價值過分被低估，形成變相出口補貼，美國產品無法和中國廉價貨品競爭，讓中國獲得不公平貿易利益，造成美國貿易赤字與失業率上升。美國國會與製造業因此要求人民幣升值來改變這種不公平的貿易現象。

2003年7月18日四位美國民主與共和兩黨資深參議員舒默 (Charles Schumer) (民主黨)、杜爾 (Elizabeth Dole) (共和黨)、貝赫 (Evan Bayh) (民主黨)、葛拉漢 (Lindsey Graham) (共和黨) 聯名寫信要求美國財政部調查有關中國操縱匯率的指控。<sup>⑤</sup>同年(2003年)9月5日，美國國會議員舒默 (民主黨) 與葛拉漢 (Lindsey Graham) (共和黨) 提案準備對中國貨物課徵 27.5%懲罰性關稅，以補償中國藉由人為控制人民幣匯率所獲得的不當市場利益。<sup>⑥</sup>2004年，在中國遲遲未在人民幣匯率上有所行動下，美國國會在9月中國財政部長金人慶應美國財政部長史諾之邀到美國訪問並就中美兩國財政、金融進行磋商之際，由30位參眾議員所組成的中國貨幣行動聯盟 (Congressional China Currency Action Coalition) 在9月30日針對人民幣議題再度向行政部門施壓並提出他們的訴求，要求美國政府對人民幣匯率制度進行「三〇一條

註⑤ 信上表示，他們對人民幣遭「人為低估」表示憂慮，並認為那是造成美國製造商受苦、裁員，致使失業問題惡化的部分原因。“NAM Welcomes Senate Letter to Treasury Demanding Action on Chinese Currency Undervaluation,” *National Association of Manufactures*, July 18, 2003, <http://www.nam.org>. 轉引自王勇，*中美經貿關係* (北京：中國市場出版社，2007年)，頁300。

註⑥ 兩位參議員認為對於人民幣均衡匯率的計算，經濟學者們所得的結果認為人民幣匯率大約低估 15% 至 40% 之間，因此其就將兩個數值加總除以 2，得出 27.5% 的懲罰性關稅稅率。後來 9 月 8 日美國參議員李普曼 (Joseph I. Lieberman) 提案要求美國行政部門與中國協商並採取適當的行動，在提案中認為製造業是美國經濟成長重要動力，對新技術與產品發展具有重要顯著的貢獻。同時該提案也認為製造業也提供較高薪資的工作，並創造可觀的就業機會與投資。李普曼認為 2000 年以來製造業部門工作大約流失 270 萬個，其原因是因為和低價的外國產品競爭所致，而這些低價產品是因為外國政府介入外匯市場，使其貨幣價格水平人為低估。同時李普曼也認為中國介入外匯市場，使人民幣維持在固定水平，造成美中嚴重的貿易逆差。9 月 10 日，美國眾議員英格利許 (Phil English) 等 87 位民主、共和兩黨眾議員也基於類似理由共同提案。Charles Schumer and Lindsey Graham, “S. 1586: A Bill to Authorize Appropriate Action If the Negotiations with the People's Republic of China Regarding China's Undervalued Currency and Currency Manipulations Are Not Successful,” *United States Senate*, September 5, 2003, <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/D?d108:75:./temp/~bdVG6X::/bss/d108query.html>; Joseph I. Lieberman, “108th Congress 1st Session S. 1592, Fair Currency Enforcement Act of 2003 (Introduced in Senate),” *The Senate Of The United States*, September 8, 2003, <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/D?c108:1:./temp/~c108uCobTq::>; Phil English et al., “H. R. 3058: Currency Harmonization Initiative through Neutralizing Action Act of 2003 (Introduced in House),” *The House of Representatives of The United States*, September 10, 2003, <http://thomas.loc.gov/beta/billView.jsp?&k2dockey=/prd/k2/bills/xml/108/h3058.ih.xml@billmerge&numHits=1&currDoc=1&currentPage=1&108%3Cin%3Econgress%29&congress=108>.

款」調查，以促使中國改變人民幣匯率政策。<sup>⑦</sup>

面對美國持續的施壓，中國也採取具體行動，來減少對美國貿易逆差，平息美國的不滿，包括降低出口退稅優惠、購買美國公債、放寬私人與企業在境外持有外幣的數額與派出採購團向美國大量採購等方式。(中國回應詳見下節)但這些作法對雙邊快速增加的貿易逆差實屬杯水車薪，並無法徹底解決問題的根源。

2004 年中美雙邊貿易逆差進一步創歷史新高，美國國會更是密集採取一連串動作。<sup>⑧</sup>2005 年 2 月 15 日，美國民主黨參議員李普曼再次提案要求行政部門採取行動對中國施壓。<sup>⑨</sup>眾議院 179 位跨黨派議員在 4 月 6 日提出中國貨幣法案 (China Currency Act) 加強對中國施壓，在該法案中認為外國政府刻意維持低估的貨幣價值藉此獲得不公平的競爭優勢即為操縱匯率，要求美國國際貿易委員會參與調查是否出現操縱匯率的狀況發生。同時提案中還規定在中國被認定為操縱貨幣的情況下，如果美國國防部長確定有關產品被用於國家安全領域，國防部長不得向中國購買國防類產品。<sup>⑩</sup>

由上述來看，美國行政立法兩部門採取了不一樣的方式對中國施壓。行政部門一開始試圖透過雙邊談判過程，讓中國採取浮動匯率體制與讓人民幣升值。而在雙邊談判過程裡，美國不斷向中國提出一個彈性、市場化的匯率對中國是合適的。同時伴隨中國經濟成長與不斷累積的外匯，美國行政部門也一再表示中國現在有機會在匯率彈性的議題上展現其領導權，更大的匯率彈性可以讓中國達到維持低通膨、穩定的貨幣政策、也享受資本帳開放的好處，並改善資源配置，提升中國金融干預的品質，並減少總體經濟的不均衡。藉此希望從中國本身經濟發展的立場去說服中國進行人民幣匯率改革。

註⑦ 這 30 位參眾議員分別是 Rep. Charles B. Rangel, Rep. Sander M. Levin, Rep. Ron Kind, Rep. John Lewis, Rep. Xavier Becerra, Rep. Max Sandlin, Rep. Peter J. Visclosky, Rep. Ted Strickland, Rep. Alan B. Mollohan, Rep. Adam Smith, Rep. John D. Dingell, Rep. Nancy Pelosi, Rep. George Miller, Rep. Baron P. Hill, Rep. Gerald D. Kleczka, Rep. Richard E. Neal, Rep. Earl Pomeroy, Rep. Stephanie Tubbs Jones, Rep. Dale E. Kildee, Rep. Bart Stupak, Rep. Sherrod Brown, Rep. Steny H. Hoyer, Sen. Charles E. Schumer, Sen. Lindsey O. Graham, Sen. Christopher J. Dodd, Sen. Carl Levin, Sen. Richard J. Durbin, Sen. Debbie Stabenow, Sen. Russell D. Feingold, Sen. Jon S. Corzine。其相關訴求請參閱 “Before the Office of the United States Trade Representative,” *Congressional China Currency Action Coalition*, download on September 30, 2006, <http://www.house.gov/levin/China%20currency%20petition%20--%20CCCAC-rev4.DOC>。

註⑧ 根據筆者統計，美國國會參眾兩院第 108 與 109 屆針對中國人民幣的提案總共高達 63 件，同時這些提案中許多均是兩黨共同連署的提案。事實上，在最著名的由美國國會議員舒默 (Charles Schumer) 與葛拉漢 (Lindsey Graham) 準備對中國貨物課徵 27.5% 懲罰性關稅的提案裡，這兩位議員即分別是民主黨與共和黨的參議員。

註⑨ Joseph I. Lieberman, “109th Congress 1st Session S. 377, Fair Currency Enforcement Act of 2005 (Introduced in Senate),” *The Senate of The United States*, February 15, 2005, <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/D?c109:2:./temp/~c109UDmaHU::>

註⑩ 詳請參閱 Tim Ryan et al., “H. R. 1498: Chinese Currency Act of 2005 (Introduced in House),” *The House of Representatives of The United States*, April 6, 2005, <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/D?c109:1:./temp/~c109UDmaHU::>

而美國國會則是始終對中國採取強硬的立場。美國國會議員不分黨派不斷抨擊中國人爲低估人民幣匯率，使美國製造業無法獲得公平競爭的機會而獲得不正當的貿易利益，形成美國龐大的貿易赤字並造成美國顯著的工作機會喪失，特別是製造業。因此美國國會不斷透過提案與聽證會的過程向行政部門施壓，要求行政部門採取行動向中國政府施壓，使中國讓人民幣大幅升值並威脅要對中國產品課徵懲罰性關稅。

而與行政部門不同的是，美國國會關注的焦點是要求中國立即讓人民幣大幅升值。美國國會認爲美中龐大貿易逆差只有透過人民幣匯率立即大幅度升值，才有辦法快速解決美國龐大貿易赤字與製造業的失業問題。而行政部門所著重的焦點卻是在匯率體制的改革。因此美國行政部門在與中國交涉過程都是一再呼籲中國採取以市場爲基礎的匯率制度，與美國國會要求立即讓人民幣大幅升值立場明顯不同。

## 肆、市場的反應

外匯市場認知我們將從兩部分來討論，一是市場認知，另一是實際反應。在認知面，我們將從銀行與投資機構分析報告瞭解市場看法以及如何看待中國政府與國際政治壓力之間的互動。<sup>⑩</sup>市場實際反應面則從人民幣無本金交割遠期外匯（Non-Delivery Forward, NDF）、遠期外匯（Forward）、熱錢估計等面向配合與人民幣匯率議題相關的國際政治事件分析，來探討市場根據這些認知做出何種反應。藉此瞭解對於人民幣匯率的影響。

### 一、市場認知

市場對於人民幣的認知與看法，有相當程度是反映出了國際社會對於人民幣施壓的情形。面對中國政府與國際政治壓力之間的博弈，市場也不斷修正對於人民幣匯率未來走向的看法與中國政府未來可能的政策作爲。

以下我們將透過時間縱軸所發生的幾項重要國際事件來瞭解市場如何看待這些事件，進而影響對於人民幣的認知。

#### （一）2002 年至 2003 年八大工業國財長會議

在這段時間內，日本首先在 2002 年開始針對人民幣提出意見與看法，日本財務省財務官黑田東彥指控中國對鄰國輸出通貨緊縮，要求人民幣應該升值至合理水平。其

註⑩ 市場反應與預期，本文是透過摩根史坦利、德意志銀行以及荷蘭銀行所做的分析報告。會以這幾家銀行的分析報告做爲市場的認知依據，主要是因爲這幾家銀行均爲世界知名銀行，其所做的分析報告極具分量以及代表性。再加上其他國際投資機構或銀行的分析報告一般只提供給客戶參考，一般人並無法公開取得該項資料。因此，在取得不易的情況下，再加上筆者所收集到的現有資料亦是重要金融機構足以代表一般市場的看法下，本文將以這幾家銀行的分析報告爲主要分析資料來源。

後 2003 年 5 月，日本財務大臣鹽川正十郎與美國財政部長史諾在八大工業國財政部長會議中提出人民幣匯率議題。

這樣的發展使得荷蘭銀行 (ABN AMRO Bank) (以下簡稱荷銀) 在 2003 年 5 月時的分析報告中指出：由於中美貿易逆差加大，使得來自國際政治的壓力加大，中國在未來 5 年內要維持人民幣匯率不變的機率幾乎為零。荷銀認為在 2003 年 2 月日本透過 G7 財長會議對中國人民幣政策施壓，同年 (2003 年) 5 月美國財政部長也對人民幣議題首次公開表示意見。再加上，美國與中國在針對中國進入世界貿易組織 (World Trade Organization, WTO) 所簽訂的協議中包含市場安全保護條款，讓荷蘭銀行認為國際政治壓力將會對中國人民幣施壓，使得中國要長期維持人民幣匯率穩定變得很困難。<sup>②</sup>

當然荷蘭銀行也認為雖然來自國際政治壓力促使人民幣要長期維持不變機率很低，但現階段在內部經濟條件的考量下，中國政府仍然會努力維持人民幣匯率穩定。所以在荷蘭銀行的分析報告中，雖然認為未來從事人民幣匯率改革的方向是確定，但現階段中國仍將努力維持人民幣匯率不變。<sup>③</sup>

同時，摩根史坦利 (Morgan Stanley) 的分析報告中也認為，雖然中國遭遇來自國外強烈呼籲重估人民幣的聲音，但在創造工作機會仍是中國領導人優先的政策目標下，預期該年度人民幣並不會有大幅度重估的現象，維持匯率穩定仍是其唯一的政策選擇。該報告也指出，雖然維持穩定仍是中國政府目前的政策選擇，但中期 (medium term) 來說，中國朝向更彈性匯率體制與人民幣升值則是確定的。<sup>④</sup>

## (二) 2003 年 7 月至 2004 年底

在這段期間內美國開始對中國施壓。美國行政部門積極與中國進行協商，美國國會議員陸續針對中國是否操縱匯率以獲取不公平貿易利益與競爭優勢要求行政部門進行調查並提案要對中國課徵懲罰性關稅。中國則陸續針對國際要求進行回應與發言，不斷對外強調目前人民幣匯率以安定為原則，人行行長周小川在各種場合一再強調人民幣匯率將保持基本穩定，中國總理溫家寶在 2003 年 8、9 月也一再提出保持人民幣匯率在均衡、合理的水平，有利中國經濟也有利世界與地區經濟發展，中國要在深化金融改革中進一步探索和完善的人民幣匯率形成機制。<sup>⑤</sup>

這樣的發展使得荷蘭銀行認為在一系列國際壓力下，要繼續維持長期人民幣匯率

註 ② “RMB-The Bet Is on the Timing,” *ABN AMRO Bank*, May 23, 2003, <http://www.abnamroresearch.com>.

註 ③ “Gradual RMB Appreciation Not Feasible,” *ABN AMRO Bank*, July 25, 2003, <http://www.abnamroresearch.com>.

註 ④ Stephen L. Jen, “A Stable RMB: Why Rock the Boat in a Storm?” *Morgan Stanley*, February 27, 2003, pp. 1-6.

註 ⑤ 溫家寶，「人民幣匯率穩定有利於世界經濟金融穩定」，新華網，2003 年 8 月 5 日，[http://news.xinhuanet.com/newscenter/2003-08/05/content\\_1011625.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2003-08/05/content_1011625.htm)。

不變的機率很低，但荷銀也認為從中國官方發言來看，中國政府目前仍會盡力維持人民幣匯率的穩定。<sup>36</sup>同樣的，在德意志銀行（Deutsche Bank）2003年12月的分析報告中，也認為從中國官員與溫家寶發言，顯示出明確的訊息，中國願意使人民幣更加具有彈性與和美國維持合作關係，尤其美國對於民進黨走向台獨的施壓，使中國對美國有著感謝，而願意在包括人民幣議題上與美國更加合作。所以德意志銀行預期中國在2004年會擴大人民幣交易區間。<sup>37</sup>2004年9月在美國國會對財政部無法促使中國在人民幣議題上讓步而推動立法的同時，德意志銀行（Deutsche Bank）的分析報告指出雖然美國國會組成的中國貨幣聯盟正在推動要求美國貿易代表署，向中國人民幣升值施壓，此舉雖會影響到市場對於人民幣匯率的預期，但德意志銀行也認為在中國內部未形成共識之前，在近期內中國並不會因此進行改革，相反美國壓力可能造成副作用。<sup>38</sup>

### （三）2005年1月至2005年7月21日

2005年美國施加更大壓力，這些發展也導致2005年5月荷蘭銀行進一步提出他的觀察認為，隨著中國人民銀行行長周小川近期的發言以及美國政府增加對中國人民幣匯率施壓力道，人民幣匯率近期改變的可能性已經增加。<sup>39</sup>甚至荷蘭銀行建議投資者應該賣出亞洲其他國家資產而進行中國國內資產投資。<sup>40</sup>

事實上，周小川的發言的確在2005年有所轉變。在2005年初時，周小川在針對人民幣匯率改革的議題發言時完全沒有提及國際壓力，但到了4月份時，周小川卻改變說法表示，在改革人民幣匯率時，除了要考慮內部改革壓力，也要顧及國際壓力。這顯示周小川發言內容的轉變，讓這些國際銀行注意到這其中的變化，進一步改變他們的看法與評估。

這些分析報告顯示，市場會根據中國政府與國際社會的互動與發言內容來修正對人民幣的看法與預期。隨著中國官員發言內容的轉變與國際社會不同的施壓力道，這些金融機構不斷調整看法與認知，這些認知的改變就很可能透過分析報告傳達給市場上的參與者進而影響他們的行為。

## 二、市場實際反應

我們將從人民幣無本金交割遠期外匯（Non-Delivery Forward, NDF）、遠期外匯

註<sup>36</sup> “Gradual RMB Appreciation Not Feasible,” *op. cit.*

註<sup>37</sup> Deutsche Bank, “Asia: Economic Analysis,” *Emerging Market Monthly*, December 3, 2003, [http://www.db.com/index\\_e.htm](http://www.db.com/index_e.htm), download from Bloomberg on January 1, 2007.

註<sup>38</sup> Deutsche Bank, “Asia: Economic Analysis,” *Emerging Market Monthly*, September 9, 2004 to December 16, 2004, [http://www.db.com/index\\_e.htm](http://www.db.com/index_e.htm), download from Bloomberg on January 1, 2007.

註<sup>39</sup> “Screening Off the Noise from Renminbi,” *ABN AMRO Bank*, May 9, 2005, <http://www.abnamroresearch.com>.

註<sup>40</sup> “What if the RMB Appreciates?” *ABN AMRO Bank*, April 22, 2005, <http://www.abnamroresearch.com>.

(Forward)、熱錢估計等面向來瞭解市場如何反應國際政治事件。<sup>①</sup>

### (一) 人民幣無本金交割遠期外匯

在國際事件發生的時間點上，人民幣 NDF 都有明顯下降的現象發生（見圖 2）。例如，在 2003 年 9 月美國財政部長史諾訪問中國時，國際間對於中國可能放寬人民幣匯率浮動區間的心理在史諾訪問中國前呈現走高的現象，人民幣 12 個月期兌美元無本金交割遠期外匯貼水大幅上揚 1,850 點，預期人民幣對美元匯價一年後將升值到 1 美元兌換 8.092 人民幣，升值 2.2%。<sup>②</sup> 2004 年 9 月與 10 月分別發生，30 餘位美國國會議員 9 月底要求布希政府向世界貿易組織（WTO）投訴，中國政府透過操縱人民幣匯率，獲取與美國貿易的不當利益以及中國首次獲邀參加 G7 會議並預期人民幣將是會議討論重點，也使得人民幣 NDF 呈現下降的走勢。

到了同年（2004）11 月市場預期人民幣可望短期內升值，11 月 10 日 1 年期人民幣兌美元無本金交割遠期外匯換匯點折價幅度由 2,760 點驟漲到 3,450 點，即預期未來 12 個月人民幣匯率將升值到 7.93 人民幣兌 1 美元；時隔五日，1 年期的人民幣 NDF 折價幅度再擴大到 3,900 點，市場預期未來 12 個月人民幣匯率將升到 7.888 元兌 1 美元，升值 4.65%。<sup>③</sup>

而人民幣 NDF 折價幅度大幅上揚很大原因是因為在這段時間，中國領導人紛紛在公開場合提出會採取漸進的步驟讓人民幣更有彈性。胡錦濤在 11 月舉行的亞太經合會

註① 會選擇這些指標主要是因為中國在此階段是實施實質固定匯率制度。人民幣無本金交割遠期外匯（Non-Delivery Forward, NDF）與遠期外匯（Forward）這兩種匯率均是市場對於某種貨幣匯率未來走勢的看法。因此藉由這兩種匯率的走勢發展，配合事件分析，來進一步瞭解國際政治因素對於人民幣匯率市場產生何種影響與衝擊。而熱錢也是市場訊號的一種，尤其熱錢的驅利性更加強烈。所以市場對於事件認知會反映在實際作為上。由於市場行為是屬於一個趨利行為。因此，對於事件的衝擊會很直接反映在匯率的變化上。所以透過無本金交割遠期外匯、遠期外匯、熱錢可以作為推論市場對於匯率預期認知看法的來源。透過這樣的認知去推斷市場如何看待國際政治因素，進而對於匯率產生影響。

註② 換匯點數來自兩種交易貨幣之間的“利率水準差”。這種差值可以匯率形態表示，又稱之為兩貨幣之間在某一時段內的換匯匯率點數（Swap Point）。而所謂貼水（Discount）是指當“被報價幣利率”大於“報價幣利率”時的現象，即換匯匯率小於零。換匯匯率小於零則意味著匯率升值；「外匯期權之策略篇：與銀行細算隔夜換匯點數」，中國工商銀行，2007 年 12 月 19 日，<http://www.icbc.com.cn/icbc/%E7%BD%91%E4%B8%8A%E6%B1%87%E5%B8%82/%E5%A4%96%E6%B1%87%E5%AD%A6%E8%8B%91/%E5%A4%96%E6%B1%87%E5%B0%8F%E7%99%BE%E7%A7%91/%E5%A4%96%E6%B1%87%E6%9C%9F%E6%9D%83%E4%B9%8B%E7%AD%96%E7%95%A5%E7%AF%87%E4%B8%8E%E9%93%B6%E8%A1%8C%E7%BB%86%E7%AE%97%E9%9A%94%E5%A4%9C%E6%8D%A2%E6%B1%87%E7%82%B9%E6%95%B0.htm>；連雋偉，「史諾來訪，中國強調保持人民幣穩定」，工商時報，2003 年 9 月 2 日，第 6 版。

註③ 筆者根據 Bloomberg 資料庫的資料計算而來。

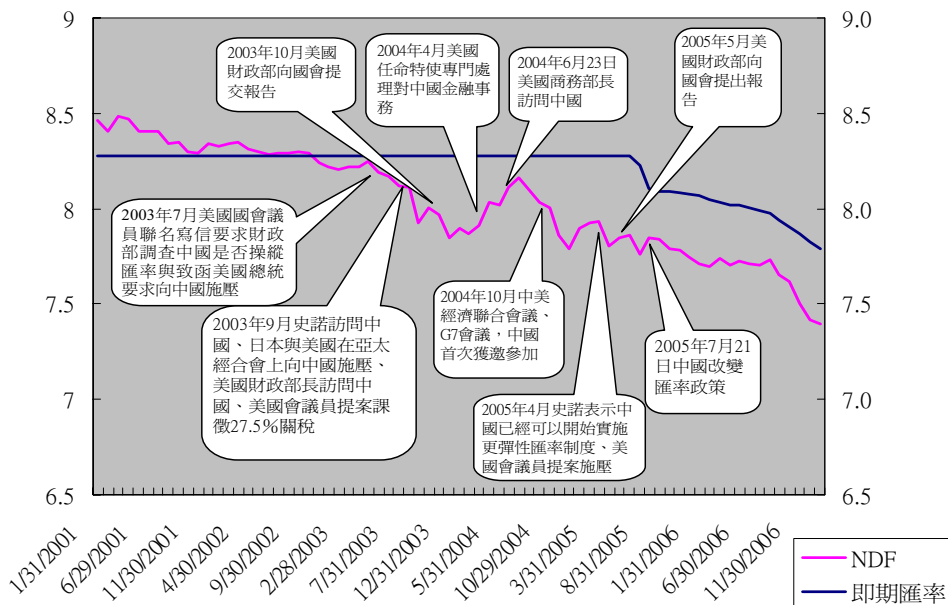


上提出計畫放鬆人民幣緊釘美元的政策，持續推動人民幣匯率改革。<sup>④</sup>中國人民銀行行長周小川同年 11 月 12 日也在回應國際貨幣基金要求時，表示中國會採取漸進與安全的方式來讓人民幣更有彈性並在更大的區間內浮動。<sup>⑤</sup>

## (二) 人民幣兌美元遠期外匯 (Forward) 走勢

從人民幣兌美元遠期外匯 1 年期走勢來觀察，(見圖 3) 也和人民幣 NDF 走勢有相類似的現象。例如，在 2003 年 9 月，日本與美國在亞太經合會上向中國施壓，同時美國國會議員也提案要求對中國課徵 27.5%懲罰性關稅時，人民幣／美元 1 年期遠期外匯呈現升值走勢，由月初預期升值到 1 美元兌換 8.103 人民幣，到 10 月初時已經預期升值到 1 美元兌換 7.772 人民幣，升值將近 4.1%。又如在 2004 年 10 月中國首次獲邀參加 G7 會議，在市場預期人民幣匯率是會議主要重點下，人民幣遠期外匯由 1 美元兌換 8.0325 人民幣升值到同年 (2004) 12 月 1 美元兌 7.7915 人民幣，升值近 3.1%。

圖 2 人民幣 NDF (1 年期) 匯率變化



資料來源：作者自行整理。

註④ “China Hints Likely to Loosen RMB Peg to USD,” *Interfax News Agency Weekly*, November 26, 2004, <http://www.lexisnexis.com/us/Inacademic>.

註⑤ “China's Central Bank to Gradually Reform Currency Rate,” *Interfax News Agency Weekly*, November 12, 2004, <http://www.lexisnexis.com/us/Inacademic>.

由以上 NDF 與 Forward 走勢來看，市場參與者對於國際政治事件的發生與中國政府的回應等一連串的動作（包括公開呼籲、官員訪問中國施壓、財政部報告以及國會議員提出懲罰性關稅提案等），對人民幣匯率未來走勢做出判斷，這樣的預期在受這些事件影響下，反映在市場的表現上（由於當時中國仍然是採行固定匯率，無法從人民幣的名目匯率反映出來，但從 NDF 與 Forward 的走勢即可以反映出市場的看法）。NDF 與 Forward 這樣的波動趨勢，進一步確認了市場是會觀察這些事件同時受這些國際政治壓力影響。

### （三）熱錢

國際政治事件對中國施壓，市場因而產生人民幣匯率變動的預期，反映在人民幣遠期外匯的走勢上。國際政治事件對市場的影響，我們亦可以熱錢進入中國的方式來觀察。國際政治對中國施壓，使得國際政治因素成為市場對於人民幣產生升值預期的原因之一，因而透過各種管道進入中國，以等待人民幣大幅升值而進行套利。熱錢流入則會對人民幣匯率變動產生真正而直接的壓力。<sup>④</sup>

不可否認的，熱錢進入的方式是多元而且千變萬化，吾人很難全面性的掌握熱錢進入方式與規模，最直接且確切觀察的方式是透過中國國際收支帳中的誤差項的計算來推論熱錢規模。<sup>⑤</sup>根據童振源教授的計算方法，他認為將外匯存底增加量減去外商直接投資中國金額，再減去中國對外貿易餘額的金額，應該可以得到進入中國一個約略的投機熱錢規模。<sup>⑥</sup>由於中國政府對於資本帳是管制，但是中國國際收支帳卻呈現出大

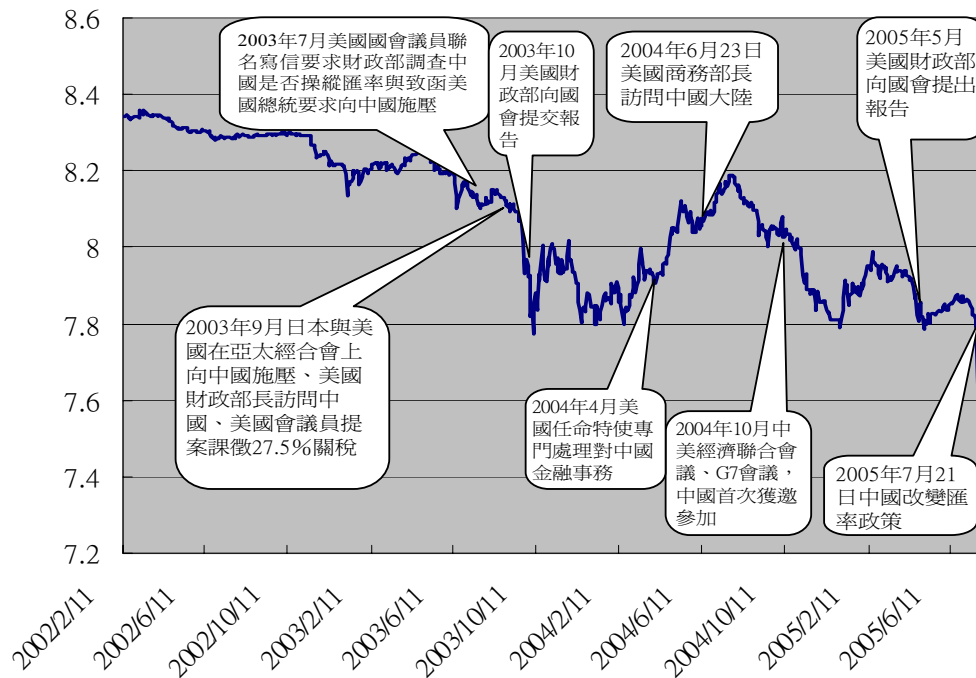
註④ 根據 Paul R. Krugman 提出的自我實現國際收支均衡危機模型 (Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises Models) 指出，當一國政府採取固定匯率制度，同時擴張國內信用 (domestic credit)，則外匯存底將無可避免會用罄，而使固定匯率制度無法持續實施下去。由於預期性因素，外匯市場投機者預期外匯存底將會用盡、固定匯率制度將無法再持續下去，於是採取投機性攻擊，造成該國政府外匯存底大量而快速減少，進而提早放棄固定匯率制度，造成匯率快速貶值，因此引發金融危機發生。而由 Maurice Obstfeld 提出的自我實現預期 (self-fulfilling expectations) 危機模型則是，認為金融 (國際收支) 危機發生是由於自我實現預言所造成而非無法持續的總體經濟政策造成的不可避免結果。他指出，經濟是一種連續動態均衡以及一種主觀性的評估。當投機者相信該貨幣將會受到投機性攻擊，則他們這種預期的行為會加速金融危機的發生。反之，投機者相信該貨幣不會受到投機性攻擊，則這種預期將使該貨幣不會受到投機性攻擊。Paul R. Krugman, "A Theory of Balance of Payments Crises," pp. 311~325; Maurice Obstfeld, "Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises," pp. 72~81; Maurice Obstfeld, "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features," pp. 1037~1047; Guillermo A. Calvo and Enrique G. Mendoza, "Mexico's Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold," pp. 235~264.

註⑤ 此種推論方式有其限制性，因為熱錢也很有可能透過其他化整為零方式流入，例如貿易出口高報的方式將熱錢帶進中國。假設貿易商很可能在出口的貨物原本是 10 萬美元收入，貿易商為了套利而高報為 20 萬美元，其中 10 萬美元並非是貿易所得的收入，但卻是貿易商預期人民幣將大幅升值欲套利的熱錢。再加上目前並無一項能真實有效統計熱錢的方式，因此，雖然此種計算熱錢方式有其限制性，無法窺其全貌，且在前述方法不可得的情況下，此種估計方式可以提供我們一個真實觀察熱錢流向與大約規模的替代方案。

註⑥ 童振源，「人民幣匯率之國際政治經濟分析」，頁 140。

量統計上的遺漏與誤差，這意味著有許多資金並非是貿易所得與外國直接投資，而這些資金透過各種管道進入或是流出中國，代表市場對中國經濟遠景與金融條件的一部分看法。因此，我們根據童振源教授的計算方式來推估熱錢規模。觀察熱錢流向可以進一步正確推估市場對人民幣的看法以及所形成的影響。

圖 3 人民幣 Forward 一年期走勢圖



資料來源：作者繪製。

由表 2 顯示，在 2001 年以前中國有大量的資本外逃現象，亦即雖然中國政府管制資本帳，但 1995 年至 2001 年，每年仍有平均大概 400 億美元流出中國。這種現象到了 2002 年卻開始產生變化，從 2002 年起，外逃資金開始大幅減少，由 2001 年的 228 億美元減少為 88 億美元，2003 年中國國際收支帳的誤差項開始轉為正數，這意味著有許多不知名的資金正透過各種管道進入中國，金額在 2003 年高達到 828 億美金，2004 年更是突破 1000 億美金達到 1,140 億美元。這樣的現象與 2002 年日本開始要求人民幣升值的呼籲在時間上是相當吻合，其後國際社會對中國施壓，吸引市場資金高度預期人民幣即將在國際壓力下升值，於是透過各種方式進入中國，準備對人民幣匯率進行套利。<sup>④</sup>

註④ Richard N. Cooper, "Living with Global Imbalance: A Contrarian View," *Policy Brief in International Economics*, no. PB05-3 (November 2005), <http://www.iie.com/publications/pb/pb05-3.pdf>.

表 2 進入中國的國際熱錢估計：1990-2005

單位：億美元/月

年/月	外匯存底增加量	FDI增加量	貿易餘額	熱錢估計
1995	219.8	375.2	167.0	-322.4
1996	314.3	417.3	122.2	-225.2
1997	348.6	452.6	404.2	-508.2
1998	50.7	454.6	435.9	-839.8
1999	97.2	403.2	292.3	-598.3
2000	108.9	407.2	241.1	-539.4
2001	466	468.8	225.5	-228.3
2002	742.4	527.4	303.7	-88.7
2003	1618.5	535	255.4	828.0
2004	2066	606.3	319.8	1139.9
2005	2,089.4	1,018.8	603.3	467.3

說明：疑似熱錢＝外匯存底增加量－FDI增加量－貿易餘額

資料來源：作者自行計算。

職是之故，國際社會對於中國政府的人民幣匯率政策採取一連串施壓動作，導致了市場在這些施壓動作後紛紛產生人民幣即將升值的預期心理，於是在 NDF、Forward 市場上呈現出預期人民幣升值的走勢。

由以上顯示，在這樣的壓力下所產生的預期，導致市場上投機與非投機性資金紛紛透過各種管道進入中國準備進行套利，而對於人民幣升值產生壓力。

## 伍、中國的回應與轉變

### 一、中國對國際施壓理由的自我詮釋

中國政府分別從匯率低估、貿易順差等方面來反駁國際社會對中國施壓的理由。

#### (一) 人民幣匯率低估

中國人民銀行前任行長戴相龍就表示人民幣兌美元匯率從 1986 年至 1994 年，8 年中貶值兩倍；1994 年到 2002 年，8 年中名目匯率升值 5%，而實質匯率卻是升值 40%以上，<sup>⑤</sup>同時人民幣從 1994 年至 2002 年對歐元以及日圓名目升值了 17.9%與

註⑤ 「戴相龍行長在中國：資本之年國際論壇上的致詞」，中國人民銀行，2002 年 12 月 4 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&ID=93>。

17%。如果考慮通貨膨脹因素，則實際升值幅度分別為 39.4%與 62.9%。<sup>⑤</sup>所以戴相龍認為中國政府刻意低估人民幣的說法是沒有根據的。周小川也表示：「從國際收支來看，中國經常帳項目基本均衡，略有結餘。以 2004 年為例，2004 年中國全年商品貿易順差約 320 億美元，但服務貿易確有 120 億美元逆差，全年經常帳順差約 200 億美元，占全部貿易總額 1 兆 1 千 5 百億來說不到 2%，占 GDP 的比重也不到 2%，經常帳基本上是均衡，人民幣沒有被大幅低估。」<sup>⑥</sup>

## （二）貿易順差

中國也認為貿易順差是國際分工與比較優勢所致。全球化趨勢下跨國外包與供應鏈重組的加速發展，由於國際產業轉移，許多產品在中國進行加工後出口到國外，如果單純以原產地統計中國貿易順差，並不能真實反應貿易順差與貿易均衡狀況。

其也認為，中國目前勞工薪資遠低於歐美國家水平，低工資造成中國產品成本低、價格低，在勞力密集型產品與低技術密集產品上具有較強競爭力，帶動出口成長。除此之外，中國雖然對美國與歐盟有貿易順差，但對其他國家如日本、南韓、澳洲、東協等卻是逆差。因此，應該從全球多邊貿易的角度來看待中國順差問題，而不應單純只從雙邊貿易來指摘中國貿易順差。<sup>⑦</sup>

## （三）匯率升值無法解決國外經濟問題

中國政府認為：「影響和決定經濟發展的變量很多，不能過分強調其中任何一個變量的作用與地位，把日本經濟問題、美國經濟問題或者其他國家經濟問題，通通歸結為中國國家貨幣幣值問題。這種過分誇大匯率在經濟發展中作用的言行，只會掩蓋自身經濟發展的矛盾與問題。從來沒有一個國家能夠單靠匯率政策發展起來或是單靠匯率政策就可以擺脫經濟發展過程中所面臨的問題。」中國政府進一步認為西方國家將自身經濟問題歸咎於人民幣匯率低估，是不公正的。<sup>⑧</sup>

也就是在這樣的自我詮釋下，面對來自美國要求人民幣升值的聲浪，中國在公開

註⑤ 「貨幣政策執行報告（2001-2004 年）」，中國人民銀行，檢索日期 2008 年 1 月 25 日，<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengce/huobizhengce/huobizhengcezhixingbaogao/huobizhengcezhixingbaogao/>；朱劍紅，「人民幣匯率制度對世界都有好處」，人民日報（北京），2003 年 3 月 24 日，<http://cnki50.csis.com.tw/kns50/detail.aspx?QueryID=161&CurRec=1>。

註⑥ 徐以升，「熱錢失望：中國堅稱人民幣匯率變動無時間表」，第一財經日報（上海），2005 年 2 月 7 日，第 B1 版。

註⑦ 「中國人民銀行新聞發言人就匯率和貿易平衡問題答記者問」，中國人民銀行，2006 年 3 月 20 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&ID=1753&keyword=貿易順差；溫家寶>，「中國對歐盟貿易順差是國際分工不同和雙方經濟比較優勢所致」，新華網，2007 年 11 月 28 日，[http://news.xinhuanet.com/newscenter/2007-11/28/content\\_7162761.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2007-11/28/content_7162761.htm)。

註⑧ 孫杰、張建平，「負責的大國，鄭重的承諾」，人民日報（海外版），2003 年 9 月 24 日，<http://cnki50.csis.com.tw/kns50/detail.aspx?QueryID=196&CurRec=5>。

場合的態度上始終堅持立場，認為人民幣匯率水平保持穩定有利中國經濟與金融發展，也有利於區域、周邊國家與世界經濟發展。<sup>⑤</sup>

## 二、中國對國際壓力的回應與轉變

### (一) 中國態度的變化

中國政府的態度與說法則隨著時間呈現不同變化：從一開始提出目前匯率水平是適當，沒有調整的必要，人民幣匯率自由浮動是未來改革的終極目標，到中國將會探索與完善人民幣匯率形成機制，再到實施人民幣匯率改革有幾件事要先完成，到最後中國政府表示需要在出其不意的時機推動人民幣匯率改革。這期間隨著國際政治壓力的變化，中國政府不斷修正態度，同時也採取其他政策與作為來緩和國際壓力與為人民幣匯率改革做準備。因此，以下我們將以時間為縱軸，逐一說明中國對國際政治壓力的回應與態度上的變化。

1. 2003 年：2003 年開始國際社會紛紛出面對中國持續擴大對外貿易順差的現象表示關切，美國也開始密集關注人民幣議題，國會議員陸續提出相關法案，威脅要對中國採取報復措施，希望中國調整匯率水平與採取彈性匯率制度。

雖然如此，2003 年在匯率水平上，中國政府仍然重申目前不需要改變的立場並為龐大貿易順差與不斷增加的外匯存底進一步提出辯解，表示中國並非外國所提出的通貨緊縮或是美國龐大貿易赤字的元兇。中國人民銀行行長周小川認為美國龐大貿易逆差是由於結構性失衡和財政赤字所致，要求人民幣升值並無法解決問題。<sup>⑥</sup>中國國務總理溫家寶在 2003 年 9 月會見美國財政部長史諾也表示：「保持人民幣匯率在合理、均衡水準上的基本穩定符合中美兩國的共同利益。」<sup>⑦</sup>

而在匯率體制上，中國則強調會進一步完善人民幣匯率形成機制，中國國務總理溫家寶在 2003 年 9 月會見美國財政部長史諾也同時對匯率體制表示：「中國將根據經濟發展水準、經濟運行狀況和國際收支狀況在深化金融改革中進一步探索和完

註⑤ 中國人民銀行前任行長戴相龍分別在 2001 年 9 月、2002 年 3 月表達過這樣的態度，後來中國總理溫家寶則分別在 2003 年 8 月、2004 年 2 月與 2005 年 6 月再度重申這樣的立場。「戴相龍行長在第六屆世界華商大會的講話」，中國人民銀行，2001 年 9 月 19 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&ID=111>；「戴相龍行長在經濟全球化與銀行業未來國際金融高層研討會演講」，中國人民銀行，2002 年 3 月 18 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&ID=98>；溫家寶，「人民幣匯率穩定有利於世界經濟金融穩定」，前引文；溫家寶，「經濟發展處重要關口 宏觀調控至關重要」，新華網，2004 年 2 月 10 日，[http://news.xinhuanet.com/newscenter/2004-02/10/content\\_1308001.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2004-02/10/content_1308001.htm)；溫家寶，「人民幣匯率基本穩定有利國際金融穩定」，新華網，2005 年 6 月 26 日，[http://news.xinhuanet.com/newscenter/2005-06/26/content\\_3136894.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2005-06/26/content_3136894.htm)。

註⑥ 林則宏，「人行行長周小川：押賭人民幣升值，投機客必輸無疑」，工商時報，2003 年 10 月 20 日，第 2 版。

註⑦ 溫家寶，「保持人民幣匯率穩定符合中美共同利益」，前引文。

幣匯率形成機制。」<sup>⑧</sup> 9月23日，中國國家外匯管理局也表示：「中國將堅持探索和  
完善人民幣匯率形成機制。」<sup>⑨</sup>

由以上中國高層官員一連串再公開的發言與回應來看，中國仍然堅持匯率水平不  
變以及繼續探索與完善人民幣匯率形成機制的既定回應立場，並沒有任何改變。對於  
國際社會提出的理由中國則以自身的詮釋與看法來回應。這種公開的態度與立場似乎  
沒有任何動搖。

但我們如果進一步從中國人民銀行的貨幣政策執行報告內容來觀察，卻可以發現  
從2003年隨著國際社會開始施壓，中國政府的態度其實是有所變化。在2003年第1  
季以前的貨幣政策執行報告中，中國人民銀行並沒有提出過「中國將會完善匯率形成  
機制」，對於國際社會的指控，中國人民銀行只是針對中國輸出通貨緊縮與人民幣低估  
的說法提出反駁而已。

但是在2003年8月出版的2003年第2季的貨幣政策報告中，中國人民銀行首次  
在貨幣政策執行報告中：特別單獨提出中國政府要「進一步完善人民幣匯率形成機  
制」，而這是過去的報告中所未見到的，也是中國官方文件第一次表示要對人民幣匯率  
體制進行探索與研究。<sup>⑩</sup>而這樣的改變恰好在美國2003年6月史諾開始針對人民幣表  
示意見以及美國國會議員在7月聯名寫信給財政部與美國總統的時間之後。

此外，針對美國施壓的貿易逆差問題，中國人民銀行在2003年第3季與第4季貨  
幣政策執行報告中，開始提出要平衡中國國際收支，並且清楚指出中國平衡國際收支  
的作法，在報告中提到：「為平衡國際收支，人行將採取完善經常項目管理、支持走出  
去戰略、擴大遠期結售匯試點等政策措施。同時，表明在有效防範風險前提下，人行  
將會有選擇、分步驟的放寬跨境資本交易活動的限制。逐步實現資本項目可兌換，改  
進結售匯制度，培育外匯市場。」<sup>⑪</sup>而這顯然也是在回應國際社會，尤其是美國對中國  
貿易逆差進一步升高的不滿。

由以上來看，中國政府2002年到2003年底之間，在回應國際壓力時對於匯率水  
平是堅持維持穩定，對於匯率體制則一開始表示「未來」會朝向浮動匯率制度，隨著  
2003年開始美國進一步施壓，中國政府提出會探索與完善人民幣匯率形成機制，同時  
也具體採取行動來減少貿易逆差與人民幣匯率改革工作。

2. 2004年：到了2004年，國際社會進一步施壓，中國在公開發言內容方面出現  
些許的變化。中國總理溫家寶開始表示中國匯率改革是逐步完善人民幣匯率形成機制

註<sup>⑧</sup> 同前註。

註<sup>⑨</sup> 王旭，「匯率政策別國無權干涉」，北京青年報（北京），2003年9月23日，<http://news.eastday.com/epublish/gb/paper148/20030923/class014800011/hwz1016321.htm>。

註<sup>⑩</sup> 「貨幣政策執行報告（2001-2004年）」，前引文。

註<sup>⑪</sup> 中國人民銀行表示為促進國際收支平衡，其出台了一系列放寬居民和企業用匯限制，主要措施包括了：放寬企業保留外匯限制、簡化進出口核銷手續、改革跨國公司非貿易受付匯管理、提高個人出國換匯的限額標準、實施境外投資外匯管理改革試點等。詳細內容請見「貨幣政策執行報告（2001-2004年）」，前引文。

與保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定兩大主軸。<sup>②</sup>過去溫家寶僅是表示中國將根據經濟發展水準、經濟運行狀況和國際收支狀況在深化金融改革中進一步探索和完善的人民幣匯率形成機制，而現在則是表示會逐步完善人民幣匯率形成機制。

中國人民銀行所出版的貨幣政策報告也進一步出現了一些變化，之前中國人民銀行一再強調在繼續保持人民幣匯率穩定下，進一步完善人民幣匯率形成機制，到了 2004 年 2 月出版「2003 年第 4 季的貨幣政策執行報告」中將兩句話位置前後對調，改為「完善人民幣匯率形成機制，保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定。」<sup>③</sup>

這顯示中國決策核心對過去以來強調穩定的前提已經有所改變，過去認為只有在人民幣匯率穩定的前提下，探索完善人民幣匯率形成機制，此時雖然維持人民幣匯率穩定仍是目標，但也開始更加著重完善人民幣匯率形成機制，在完善這個機制的過程中，維持人民幣匯率穩定。

除此之外，中國政府在 2004 年也進一步採取人民幣匯率改革相關準備工作。例如在 2004 年 1 月中國人民銀行針對中國銀行與中國建設銀行進行股份制試點改造，並於 8 月 26 日與 9 月 21 日正式成立中國銀行股份有限公司與中國建設銀行股份有限公司。<sup>④</sup>5 月中國政府進一步採取削減與取消紡織、鞋類、家具等外銷補貼與出口退稅補助等措施，減少中國產品大量出口。<sup>⑤</sup>另外，在 5 月 1 日，放寬經常專案下各類企業開立外匯帳戶的限額管理，簡化了企業購匯支付手續。8 月 1 日開始實施，允許跨國公司及其境內關聯公司購匯向境外支付特定非貿易費用。8 月 17 日，實施社保基金和保險公司外匯資金境外證券投資試點。<sup>⑥</sup>這顯示 2004 年中國政府已經開始在為人民幣匯率改革做出一系列準備工作，而不是像外人所認知的中國政府強硬的態度。

3. 2005 年：2004 年中國外匯存底達到 6,099 億美元。對美國的貿易順差從 1,240 億美元增加到 2004 年的 1,919 億美元（美國的統計數據）。中國對外國的貿易順差持續擴大，使得美國行政部門認為中國已經說得太多，而以強硬的口吻要求中國立即採取行動。美國國會議員也再度提出相關法案要求中國採取行動。

在此壓力下，中國政府官員從 2005 年開始公開的談話內容也進一步轉變，其更加具體的談論人民幣改革議題，從過去表示要完善人民幣匯率形成機制，到進一步觸及人民幣匯率改革的時機問題，不再是空泛與原則性的論述。中國政府進一步清楚表示將會逐漸「實行」人民幣匯率改革。周小川在 2005 年 3 月 29 日表示：「由於中國經濟在世界經濟中的作用變得比以前大了，作為一個負責任的大國，我們會考慮這項改革對地區和全球經濟的影響並表示中國將『積極』、有計畫推動人民幣匯率改革，選擇

註 ② 溫家寶，「經濟發展處重要關口 宏觀調控至關重要」，前引文。

註 ③ 「貨幣政策執行報告（2001-2004 年）」，前引文。

註 ④ 「貨幣政策執行報告（2001-2004 年）」，前引文。

註 ⑤ 「國務院關於改革現行出口退稅機制的決定」，中國商務部，2004 年 5 月 17 日，<http://www.mofcom.gov.cn/aarticle/b/e/200405/20040500221298.html>。

註 ⑥ 「專訪：周小川談金融宏觀調控人民幣匯率等」，新華網，2004 年 10 月 2 日，[http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/world/2004-10/02/content\\_2047358.htm](http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/world/2004-10/02/content_2047358.htm)。



合適時機出台。」<sup>⑥7</sup>中國總理溫家寶更表示人民幣改革何時出台、什麼方案，可能是一個「出其不意」的事情。<sup>⑥8</sup>

這顯示在國際壓力下，中國政府必須回應改革時間的問題。雖然中國仍不願意具體表態何時將進行改革，但開始談論出台時機卻是在 2004 年沒有過的。這樣的差異與美國開始在 2005 年認為中國已經做好準備，可以開始實施改革的時間點是吻合的。

2005 年 5 月 14 日周小川進一步提到在進行改革過程中，會聽取各方面的意見，會考慮外部壓力，會非常注意中國經濟對周邊國家的影響。<sup>⑥9</sup>而這是中國高級決策官員首次提到人民幣匯率改革會考慮外部壓力。6 月 8 日周小川在談論人民幣所受到的壓力時，再度特別提到國際壓力不完全是經濟的，其中有其他因素如政治壓力，但其認為這對中國改革不利。<sup>⑦0</sup>溫家寶甚至在 6 月 26 日特別提出人民幣匯率改革必須堅持主動性、可控性與漸進性三原則。<sup>⑦1</sup>

所以從溫家寶不再談論要在深化金融改革中繼續完善人民幣匯率形成機制，而進一步談出台的時機，以及過去以來中國人民銀行行長周小川在談論人民幣匯率議題時很少提到國際政治壓力，但自 2005 年以來周小川開始提出人民幣匯率改革會考慮「外部壓力」，甚至在匯改前周小川特別點出人民幣所受到的壓力除了經濟以外，也受到國際政治壓力的影響，雖然其特別強調中國不會受到國際壓力而進行改革，但從其特別點出國際政治壓力的動作來看，中國政府顯然是受到很大的國際政治壓力。

最後 2005 年 7 月 21 日晚上七點，中國政府突然以「出其不意」的方式正式宣佈人民幣升值 2.1%，以 8.11 人民幣兌換 1 美元，同時以中國人民銀行公布的中間價上下千分之三為浮動區間並參考一籃子貨幣作為調節，來回應外界的要求。<sup>⑦2</sup>在中國政府的聲明中表示：「推進人民幣匯率形成機制改革，是緩解對外貿易不平衡、擴大內需以及提升企業國際競爭力、提高對外開放水準的需要。近年來，中國經常項目和資本項目雙順差持續擴大，加劇了國際收支失衡。2005 年 6 月末，中國外匯儲備達到 7,110 億美元。今年（2005）以來對外貿易順差迅速擴大，貿易摩擦進一步加劇。適當調整人民幣匯率水準，改革匯率形成機制，有利於貫徹以內需為主的經濟可持續發展戰略，優化資源配置。」<sup>⑦3</sup>

註 ⑥7 「周小川行長接受人民日報專訪」，前引文。

註 ⑥8 王鍵，「人民幣匯率調整傷透腦筋」，前引文。

註 ⑥9 楊建瑩，「周小川稱人民幣升值壓力並不是最重要的」，*金融時報*（中國），2005 年 5 月 14 日，<http://cnki50.csis.com.tw/kns50/detail.aspx?QueryID=276&CurRec=1>。

註 ⑦0 劉敏，「用漸進辦法改革人民幣匯率機制」，*金融時報*（中國），2005 年 6 月 8 日，<http://cnki50.csis.com.tw/kns50/detail.aspx?QueryID=310&CurRec=1>。

註 ⑦1 溫家寶，「健全面向市場、更加具有彈性的匯率制度」，*新華網*，2005 年 6 月 26 日，[http://news.xinhuanet.com/newscenter/2005-06/26/content\\_3136904.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2005-06/26/content_3136904.htm)。

註 ⑦2 「中國人民銀行公告〔2005〕第 16 號中國人民銀行關於完善人民幣匯率形成機制改革的公告」，*中國人民銀行*，2005 年 7 月 21 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&ID=1550>。

註 ⑦3 「中國人民銀行新聞發言人就完善人民幣匯率形成機制改革答記者問」，*中國人民銀行*，2005 年 7 月 21 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&ID=1552>。

由中國人民銀行聲明來看，更是確定中國這項政策的改變是由於「中國貿易順差迅速擴大，所引發對外貿易摩擦進一步加劇」所做出的回應。這樣的說法，進一步確認了中國在思考匯率政策與匯率水平的改革時，國際政治因素——美國壓力，仍是其思考的重要面向。雖然一開始中國表示不會受到國際壓力而進行改革，但隨著外在環境變化，國際壓力越來越大的情況下，中國政府逐漸改變立場，雖然中國政府先前的發言一再強調維持人民幣匯率穩定的重要性，但也逐漸開始調整政策方向，到最後已經表示「會在『出其不意』的情況下，根據中國本身的需要與條件，在主動性、可控性與漸進性三原則下，做出適合中國的匯率政策調整。」所以顯然這是回應來自國際社會對於人民幣施加的壓力的結果。

## （二）美國官員的證詞

除了從中國公開發言的轉變來論證國際政治因素對人民幣匯率的影響外，另一方面從美國行政官員在與中國談判磋商後的談話與證詞中，也可以證明國際政治因素對於中國人民幣匯率政策的影響。

2003 年 9 月 3 日史諾訪問中國，在與中國相關官員會面磋商後的記者會，史諾就表示：「對於中國保證期長期目標是朝向更彈性的匯率，讓史諾感到鼓舞，而這也是其此行的目的，獲得中國的承諾。」<sup>④</sup> 2003 年 10 月 30 日，史諾在國會的證詞再度表示：「中國人民銀行行長周小川承諾市場會在匯率形成機制中扮演更大角色，人民幣最終會由市場來決定。中國也採取了一連串資本市場自由化措施。中國領導者也公開在各種經濟論壇與國際會議場合討論匯率政策，並積極尋求關於匯率政策的建議，確認資本市場的開放是朝向彈性匯率的重要步驟，並對這樣的發展感到令人感到鼓舞。」<sup>⑤</sup>

這顯示國際壓力到來的同時，中國除了積極說服美國外，也同意美國的看法並做出承諾，並和美國合作來為人民幣匯率改革進行準備。而史諾這樣的反應顯然是中國在雙邊會談中一再對其做出相關改革承諾有關，也向美國解釋中國目前無法立即做出改變的困境，並這樣的解釋是獲得美國行政部門的認同。因此，事後史諾才會認為此時為中國設立匯改時間表是沒有幫助的。

換句話說，由上述顯示出中國決策官員雖然在口頭上強硬表示絕不屈服外來壓力讓人民幣升值，強調本身政策制訂的自主性，人民幣匯率改革是中國的主權，人民幣匯率政策的改變與否，要按照自己的步伐進行，不會因為受到任何國外的壓力，就屈服而進行改革。<sup>⑥</sup>但是，我們從這個面向來觀察，顯然在國際談判過程中，中國是對國際社會做出相關改革人民幣匯率體制的承諾並且也進行了一系列人民幣匯率改革前的

註④ John Snow, "Press Roundtable Transcript with Treasury Secretary Snow in Beijing, China on September 3, 2003," *op. cit.*

註⑤ John Snow, "Testimony of Treasury Secretary John Snow Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs," *op. cit.*

註⑥ 謝曉陽、仇佩芬，「升值無助美勞工競爭力」，聯合報，2003 年 9 月 3 日，第 A2 版。

準備工作。<sup>⑦</sup>

### （三）中國對市場預期的回應

中國除了對國際壓力的回應外，對於市場投機性的壓力，也使中國不願意表達改革意願進而加深市場預期心理。因為，面對來自市場強烈預期中國會在國際壓力下大幅升值所引發的套利熱錢流入中國所可能引發的對中國經濟重大衝擊，因此，中國政府以強硬的態度表示人民幣不會升值，甚至表明只要有投機的現象存在，中國不會讓人民幣升值，藉此消除市場預期人民幣升值的預期性心理，以減少對中國經濟的衝擊。例如：中國人民銀行行長周小川在 2003 年 9 月胡錦濤與美國總統布希會面前夕接受新聞訪問時表示：「因為預期人民幣升值，而將大量熱錢投向中國的投機客，將必輸無疑。」<sup>⑧</sup>這樣的動作很明顯是為了消除市場上認為胡錦濤與布希見面勢必面對來自美國強大要求升值壓力，使中國在此壓力下讓人民幣升值的預期。讓中國人民銀行行長周小川刻意選在兩國元首會面前，表示中國對人民幣匯率立場，藉此緩和來自市場對人民幣升值預期的壓力。2004 年 11 月中國總理溫家寶也表示：「只要社會有炒作人民幣現象，升值的措施就不能推出。」<sup>⑨</sup>這些喊話都顯示中國政府不希望投機熱錢在預期中國政府會在國際壓力下讓人民幣大幅升值大舉進入中國而對經濟造成衝擊。

### （四）本段小結

由上述我們可以綜整發現中國對匯率態度與立場的變化：中國政府一開始即不認為其所採取的是固定匯率制度，而是所謂中國實行的是以市場供求為基礎的、單一的、有管理的浮動匯率制度。2003 年隨著美國施壓，美國國會議員紛紛提案要求中國改變匯率水平，行政部門展開與中國的協商，在這些壓力下，中國政府仍然強調在保持人民幣幣值基本穩定的前提下，逐步完善人民幣匯率形成機制，但是中國政府也開始從事相關人民幣匯率體制改革的準備工作。

2004 年中國政府持續推動相關準備工作的進行，同時也採取措施試圖減少中國不斷增加的貿易盈餘。但此時中國政府在公開的發言與態度上除了仍舊維持一貫的立場，目前的匯率水平是適當的，中國將完善人民幣匯率形成機制外，也更為強調如何善完人民幣匯率形成機制。2005 年中國政府官員則進一步轉變開始在談論人民幣匯率體制改革推出的時機，並且認為在考量人民幣匯率改革時，也要考慮外部壓力。同時中國政府也開始談論人民幣匯率改革推動的原則：主動性、漸進性與可控性。

註⑦ 溫家寶，「健全面向市場、更加具有彈性的匯率制度」，前引文；王鍵，「人民幣匯率調整傷透腦筋」，前引文；“ROUNDUP: Asia, E.U. Finance Chiefs See Oil Risk: China Defends Currency,” Deutsche Presse-Agentur, June 26, 2005, <http://www.lexisnexis.com/us/Inacademic>.

註⑧ 林則宏，「人行行長周小川：押賭人民幣升值 投機客必輸無疑」，前引文。

註⑨ “No RMB Change While Speculation Is Ripe: Chinese Premier,” *Asia Pulse*, November 29, 2004.

所以隨著國際政治壓力紛至沓來，中國政府在回應人民幣匯率改革的發言內容是有所轉變。從一開始人民幣體制與水平現階段是適當的，轉變為中國會探索與完善人民幣匯率形成機制，到進一步中國會逐漸實行改革，最後開始強調中國實施的時機要中國自己決定。

### 三、中國態度轉變的原因

中國由於累積對美國龐大貿易盈餘使得他面對美國壓力時必須有所回應。由於美國是中國最主要的主口市場，再加上中國在加入世界貿易組織時，為加速進入世界貿易組織，在與美國談判過程中，同意以「非市場經濟地位」(Non-Market Economy Status) 國家加入。在中國入會工作小組報告及入會議定書中，在有關反傾銷及補貼的規範中同意適用《補貼及傾銷價格比較決定》條款，亦即中國入會後涉及傾銷案件時，依據 WTO 反傾銷協定做價格比較認定時，如受調查生產者無法明確提供同類產品製造、生產及銷售之普遍性市場經濟條件存在時，調查國得不採中國國內市場價格或成本之嚴格比價為基礎的計算法則，而以其他第三國（替代國）之價格及成本計算之，同時該項規定自中國加入 WTO 起 15 年有效。換句話說，也就是中國同意以非市場經濟地位嫁入 WTO，判斷傾銷的標準由替代國之價格來決定。這也造成對手國經常以新加坡、印度、墨西哥等國作為替代國來計算，導致中國出口企業在反傾銷案件中成為各國主要目標，同時導致中國企業在反傾銷調查中常居於劣勢，中國成為全球遭受反傾銷調查最多的國家。

在加入 WTO 之後，中國由於受到反傾銷調查越來越多，使中國企業常常敗訴被課徵高額反傾銷稅，中國政府於是積極尋求世界各國同意將中國視為市場經濟地位國家。美國自然也是其中之一。根據美國關於市場經濟地位的認定標準，其中之一即是該國貨幣在多大程度上可以自由兌換成其他國家的貨幣。換句話說，匯率是否自由浮動是美國承認該國是否具有市場經濟地位的標準之一。也因此，是否承認中國具有市場經濟地位就成為美國要求中國進行人民幣匯率改革與浮動工具。<sup>⑩</sup>這也讓中國政府在面對美國要求人民幣匯率改革時，同意承諾美國願意進行匯率體制改革。隨著美國壓力越來越大，中國也不斷調整態度，最後終於以「出其不意」的方式，改變人民幣匯率體制。

### 陸、結 論

中國人民幣匯率的變化，除了受到經濟因素的影響外，國際政治因素對於人民幣

註 ⑩ “Fact Sheet: The People’s Republic of China’s Request for Review of Non-Market Economy Status,” U.S. Department of Commerce, downloaded on March 24, 2008, <http://ia.ita.doc.gov/download/prc-status/prc-nme-status-factsheet.pdf>.

匯率也產生重要的影響。由以上的分析，人民幣匯率在中國堅持實施固定匯率制度下，直到 2005 年才改為管理式浮動匯率體制。這期間中國基於本身內部經濟的因素考量，並不願意讓人民幣升值，但為了緩和國際壓力—美國，中國政府也不斷在其他面向採取讓步措施，以緩和人民幣升值的國際壓力。

但隨著與美國龐大雙邊貿易逆差、快速積累的外匯存底以及中國經濟持續強勁成長等因素交錯互動下，國際壓力並沒有因為中國採取其他措施而放鬆對中國施壓。國際社會持續透過雙邊會談、磋商、國際會議場合、美國國會提案威脅課徵懲罰性關稅等措施，終於促使中國在出其不意的情況下改變了維持十幾年的釘住美元的固定匯率制度，以管理式浮動匯率體制，允許人民幣兌美元匯率每天在上下 3% 浮動。

在此同時，市場也隨著中國與國際社會雙方互動結果不斷加深人民幣即將升值預期。這樣的預期表現在 NDF 不斷升值走勢上與大量熱錢進入中國，市場這種趨利行為更加深人民幣升值壓力。例如，我們如果從 NDF 與 Forward 的走勢圖來觀察的話，可以發現在 2003 年 10 月以前 NDF 與 Forward 市場對於人民幣未來走勢的預期其實是看貶的，但在 10 月份開始，這兩種市場開始預期未來會升值，而這中間的轉折的時間點恰好與 2003 年 9 月美國財政部長史諾前往中國訪問並會見中國領導人以及史諾獲得 G7 在杜拜召開的年會中對於要求中國增加匯率彈性立場的支持的時間點上相符合。因此，美國這些一連串作為與發言，我們可以認為是 NDF 與 Forward 走勢轉折的重要原因。

這樣的轉折代表市場在國際政治對中國施壓下看法的改變，使得市場預期改變，進而反映在 NDF 與 Forward 走勢上。同時，市場分析報告也支持我們的論據：國際政治壓力會影響市場的看法，在美國向中國施壓過程中，重要投資銀行與機構都提出評估，認為中國因為美國壓力下人民幣匯率體制改革成為必然會發生的事情，而兩者之間的拉鋸牽動著這些分析報告看法的變化。中國政府雖然一再重申人民幣匯率不貶值的政策，但在國際政治壓力下，中國政府終於以「出其不意」的方式改變中國實施已久的匯率體制，並讓人民幣升值 2.1%。在 2002 年至 2005 年 7 月 21 日這段期間，中國基於內部經濟社會穩定的政治考量堅持人民幣不升值，但最後卻也在抒解國際壓力的政治考量下讓人民幣升值 2%、在千分之三上下的區間內浮動並參考一籃子貨幣進行調節。

\* \* \*

# The Roles of Governments and Market in the Reform of RMB Exchange Rate— 2003-2005

*Wen-chih Chao*

Postdoctoral Fellow

Graduate Institute of Development Studies

National Chengchi University

## Abstract

This article examines relations between international politics and validity of exchange in the case of Chinese currency, RMB, and attempts to answer the following questions. First of all, is the exchange rate of RMB and its regime affected by international politics? Secondly, how does the international politics affect the exchange rate and regime of Chinese currency? Third, how should the market behavior respond to interactions between the international political actor and Chinese government? Lastly, how does Chinese government respond to the pressure from the international community and market?

The author argues that the exchange rate and regime of RMB is affected by the pressure of international politics, especially from U.S. government. Chinese government principally made strategies and decisions with an aim to maintain sustained growth of Chinese economy. At first, Chinese government refused to reform the exchange rate and regime of RMB. Yet, owing to the growing trade surplus with foreign countries, particularly from U.S., Chinese government faces challenging pressure. It is difficult for Chinese government to sustain de facto pegged exchange rate regime and to integrate the strategy into international trade system as a result. Accordingly, on July 21, 2005, the Chinese government eventually announced to change the exchange rate system from dollar peg system to a managed floating exchange rate regime. This indicates that international politics has tremendous influence on the exchange rate and regime of RMB, urging Chinese government to abandon

the pegged exchange rate system.

Keywords: RMB; international politics; Chinese government; U.S.  
government

### 參考文獻

- 「中國人民銀行公告〔2005〕第 16 號中國人民銀行關於完善人民幣匯率形成機制改革的公告」，中國人民銀行，2005 年 7 月 21 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&ID=1550>。
- 「中國人民銀行新聞發言人就完善人民幣匯率形成機制改革答記者問」，中國人民銀行，2005 年 7 月 21 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&ID=1552>。
- 「中國人民銀行新聞發言人就匯率和貿易平衡問題答記者問」，中國人民銀行，2006 年 3 月 20 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=100&ID=1753&keyword=貿易順差>。
- 「外匯期權之策略篇：與銀行細算隔夜換匯點數」，中國工商銀行，2007 年 12 月 19 日，<http://www.icbc.com.cn/icbc/%E7%BD%91%E4%B8%8A%E6%B1%87%E5%B8%82/%E5%A4%96%E6%B1%87%E5%AD%A6%E8%8B%91/%E5%A4%96%E6%B1%87%E5%B0%8F%E7%99%BE%E7%A7%91/%E5%A4%96%E6%B1%87%E6%9C%9F%E6%9D%83%E4%B9%8B%E7%AD%96%E7%95%A5%E7%AF%87%E4%B8%8E%E9%93%B6%E8%A1%8C%E7%BB%86%E7%AE%97%E9%9A%94%E5%A4%9C%E6%8D%A2%E6%B1%87%E7%82%B9%E6%95%B0.htm>。
- 「周小川行長接受人民日報專訪」，中國人民銀行，2005 年 3 月 29 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&ID=156>。
- 「國務院關於改革現行出口退稅機制的決定」，中國商務部，2004 年 5 月 17 日，<http://www.mofcom.gov.cn/aarticle/b/e/200405/20040500221298.html>。
- 「專訪：周小川談金融宏觀調控人民幣匯率等」，新華網，2004 年 10 月 2 日，[http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/world/2004-10/02/content\\_2047358.htm](http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/world/2004-10/02/content_2047358.htm)。
- 「貨幣政策執行報告（2001-2004 年）」，中國人民銀行，檢索日期 2008 年 1 月 25 日，<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengce/huobizhengce/huobizhengcezhixingbaogao/huobizhengcezhixingbaogao/>。
- 「戴相龍行長在中國：資本之年國際論壇上的致詞」，中國人民銀行，2002 年 12 月 4 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&ID=93>。
- 「戴相龍行長在第六屆世界華商大會的講話」，中國人民銀行，2001 年 9 月 19 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&ID=111>。
- 「戴相龍行長在經濟全球化與銀行業未來國際金融高層研討會演講」，中國人民銀行，2002 年 3 月 18 日，<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&ID=98>。
- 王旭，「匯率政策別國無權干涉」，北京青年報（北京），2003 年 9 月 23 日，<http://news.eastday.com/epublish/gb/paper148/20030923/class014800011/hwz1016321.htm>。
- 王勇，中美經貿關係（北京：中國市場出版社，2007 年）。



- 王鍵，「人民幣匯率調整傷透腦筋」，中國貿易報（北京），2005年4月28日，  
<http://cnki50.csis.com.tw/kns50/detail.aspx?QueryID=58&CurRec=11>。
- 朱劍紅，「人民幣匯率制度對世界都有好處」，人民日報（北京），2003年3月24日，  
<http://cnki50.csis.com.tw/kns50/detail.aspx?QueryID=161&CurRec=1>。
- 林則宏，「人行行長周小川：押賭人民幣升值，投機客必輸無疑」，工商時報，2003年10月20日，第2版。
- 孫杰、張建平，「負責的大國，鄭重的承諾」，人民日報（海外版），2003年9月24日，  
<http://cnki50.csis.com.tw/kns50/detail.aspx?QueryID=196&CurRec=5>。
- 徐以升，「熱錢失望：中國堅稱人民幣匯率變動無時間表」，第一財經日報（上海），2005年2月7日，第B1版。
- 張志柏，「以相對購買力評價估值人民幣匯率」，國際金融研究（北京），（2005年6月），頁52~56。
- 張斌、何帆，「如何調整人民幣匯率政策：目標、方案和時機」，國際經濟評論（北京），（2005年3-4月），頁17~22。
- 曹鳳岐，「人民幣匯率形成機制研究」，金融研究（北京），第1期（2005年），頁43~51。
- 連偉偉，「史諾來訪，中國強調保持人民幣穩定」，工商時報，2003年9月2日，第6版。
- 郭樹清，「中國宏觀經濟分析基礎」，金融研究（北京），第1期（2005年），頁8~23。
- 陳雨露、王芳、楊明，「做為國家競爭戰略的貨幣國際化：美元的經驗論證—兼論人民幣的國際化問題」，經濟研究（北京），第2期（2005年），頁35~44。
- 童振源，「人民幣匯率之國際政治經濟分析」，問題與研究，第44卷第6期（2005年11、12月），頁133~155。
- 黃薇，「人民幣匯率制度：現狀、近期選擇與改革操作」，當代經濟科學（長春），第27卷第3期（2005年5月），頁9~13。
- 楊建瑩，「周小川稱人民幣升值壓力並不是最重要的」，金融時報（中國），2005年5月14日，  
<http://cnki50.csis.com.tw/kns50/detail.aspx?QueryID=276&CurRec=1>。
- 溫家寶，「人民幣匯率穩定有利於世界經濟金融穩定」，新華網，2003年8月5日，  
[http://news.xinhuanet.com/newscenter/2003-08/05/content\\_1011625.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2003-08/05/content_1011625.htm)。
- 溫家寶，「人民幣匯率基本穩定有利國際金融穩定」，新華網，2005年6月26日，  
[http://news.xinhuanet.com/newscenter/2005-06/26/content\\_3136894.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2005-06/26/content_3136894.htm)。
- 溫家寶，「中國對歐盟貿易順差是國際分工不同和雙方經濟比較優勢所致」，新華網，2007年11月28日，  
[http://news.xinhuanet.com/newscenter/2007-11/28/content\\_7162761.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2007-11/28/content_7162761.htm)。
- 溫家寶，「保持人民幣匯率穩定符合中美共同利益」，新華網，2003年9月3日，  
[http://news.xinhuanet.com/newscenter/2003-09/03/content\\_1061236.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2003-09/03/content_1061236.htm)。
- 溫家寶，「健全面向市場、更加具有彈性的匯率制度」，新華網，2005年6月26日，

- [http://news.xinhuanet.com/newscenter/2005-06/26/content\\_3136904.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2005-06/26/content_3136904.htm)。
- 溫家寶，「經濟發展處重要關口 宏觀調控至關重要」，新華網，2004 年 2 月 10 日，  
[http://news.xinhuanet.com/newscenter/2004-02/10/content\\_1308001.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2004-02/10/content_1308001.htm)。
- 雷達、于春海，「開放過程中的貨幣政策目標和匯率制度選擇」，*經濟理論與經濟管理*（北京），第 12 期（2004 年），頁 20~25。
- 劉江永，「國際政治與匯率變動」，*世界經濟與政治*（北京），第 10 期（2003 年），頁 33~37。
- 劉建江、徐長生，「本幣對外升值引發通貨緊縮的機制—從日圓升值經驗看人民幣升值的可能影響」，*當代經濟研究*（長春），第 1 期（2005 年），頁 39~44。
- 劉敏，「用漸進辦法改革人民幣匯率機制」，*金融時報*（中國），2005 年 6 月 8 日，  
<http://cnki50.csis.com.tw/kns50/detail.aspx?QueryID=310&CurRec=1>。
- 謝曉陽、仇佩芬，「升值無助美勞工競爭力」，*聯合報*，2003 年 9 月 3 日，第 A2 版。
- 瓊斯，「人民幣受壓升值，美國敦促中國匯率制度更靈活」，*南方都市報*（廣東），2003 年 6 月 19 日，<http://business.sohu.com/49/15/article210241549.shtml>。
- “Before the Office of the United States Trade Representative,” *Congressional China Currency Action Coalition*, download on September 30, 2006, <http://www.house.gov/levin/China%20currency%20petition%20--%20CCCAC-rev4.DOC>.
- “China Hints Likely to Loosen RMB Peg to USD,” *Interfax News Agency Weekly*, November 26, 2004, <http://www.lexisnexis.com/us/lnacademic>.
- “China Quick Facts,” *World Bank*, <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/EASTASIAPACIFICEXT/CHINAEXTN/0,contentMDK:20680895~pagePK:1497618~piPK:217854~theSitePK:318950,00.html>.
- “China's Central Bank to Gradually Reform Currency Rate,” *Interfax News Agency Weekly*, November 12, 2004, <http://www.lexisnexis.com/us/lnacademic>.
- “Fact Sheet: The People's Republic of China's Request for Review of Non-Market Economy Status,” *U.S. Department of Commerce*, downloaded on March 24, 2008, <http://ia.ita.doc.gov/download/prc-status/prc-nme-status-factsheet.pdf>.
- “Gradual RMB Appreciation Not Feasible,” *ABN AMRO Bank*, July 25, 2003, <http://www.abnamroresearch.com>.
- “NAM Welcomes Senate Letter to Treasury Demanding Action on Chinese Currency Undervaluation,” *National Association of Manufacturers*, July 18, 2003, <http://www.nam.org>.
- “No RMB Change While Speculation Is Ripe: Chinese Premier,” *Asia Pulse*, November 29, 2004.
- “RMB-The Bet is on the Timing,” *ABN AMRO Bank*, May 23, 2003, <http://www.abnamroresearch.com>.
- “Screening off the Noise from Renminbi,” *ABN AMRO Bank*, May 9, 2005, download on January 1, 2007, <http://www.abnamroresearch.com>.

- “Tariff Act of 1930 ( 19 U.S.C. 1677 ( 18 ) ( B ) ),” downloaded on March 18, 2008, [http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=browse\\_usc&docid=Cite:+19USC1677](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=browse_usc&docid=Cite:+19USC1677).
- “Trade in Goods ( Imports, Exports and Trade Balance ) with China,” *U.S. Census Bureau*, <http://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5700.html>.
- “U.S. Total Trade Balance in Goods and Services, January 1994 to October 2008,” *U.S. Census Bureau*, <http://www.census.gov/foreign-trade/statistics/historical/gandsbal.txt>.
- “What if the RMB Appreciates?” *ABN AMRO Bank*, April 22, 2005, <http://www.abnamroresearch.com>.
- Arbetman, Marina, “The Impact of Politics on Exchange Rate Fluctuations: the Untold Story,” *International Interactions*, vol. 21, no. 2 ( 1995 ), pp. 127~153.
- Bachman, Daniel, “The Effect of Political Risk on the Forward Exchange Bias: The Case of Elections,” *Journal of International Money and Finance*, vol. 11 ( 1992 ), pp. 208~219.
- Beckner, Steven K., “Sr US Tsy Offl: US Commends China in Saying Time for Flex FX,” *The Main Wire*, April 16, 2005.
- Bergsten, C. Fred, Bates Gill, Nicholas R. Lardy and Derek Mitchell, *China: The Balance Sheet* ( New York: The Center For Strategic and International Studies and The Institute for International Economics Press, 2006 ).
- Bernhard, William and Davis Leblang, “Domestic Process, Political Risk and Foreign Exchange Markets,” *American Journal of Political Science*, vol. 46, no. 2 ( April 2002 ), pp. 316~333.
- Block, Steven A., “Political Conditions and Currency Crises: Empirical Regularities in Emerging Markets,” *CID Working Paper*, no. 79 ( March 2002 ), pp. 1~28.
- Blustein, Paul, “U.S. Pushes China Hard On Trade: Concessions to Be Sought At Upcoming Meeting,” *The Washington Post*, April 15, 2004, E01.
- Brock, Blomger S. and Gregory D. Hess, “Politics and Exchange Rate Forecasts,” *Journal of International Economics*, vol. 43 ( 1997 ), pp. 189~205.
- Calvo, Guillermo A., “Balance-of-Payments Crises in Emerging Market: Large Capital Inflows and Sovereign Government,” in Paul Krugman eds., *Currency Crises* ( Chicago and London: The University of Chicago Press, 2000 ), p. 71.
- Calvo, Guillermo A. and Enrique G. Mendoza, “Mexico’s Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold,” *Journal of International Economics*, vol. 41, no. 3-4 ( November 1996 ), pp. 235~264.
- Chang, Gene Hsin and Qin Shao, “How Much is the Chinese Currency Undervalued? A Quantitative Estimation?” *China Economic Review*, no. 15 ( 2004 ), pp. 366~371.
- Chu, Ted H., “The Chinese RMB: Its Value, Its Peg, and Its Future,” *Business Economics*, vol. 40, no. 2 ( April 2005 ), pp. 7~17.

- Cooper, Richard N., "Living with Global Imbalance: A Contrarian View," *Policy Brief in International Economics*, no. PB05-3 ( November 2005 ), <http://www.iie.com/publications/pb/pb05-3.pdf>.
- Copeland, Laurence S., *Exchange Rates and International Finance*, 4<sup>th</sup> ed. ( Harlow, England: Pearson Education Limited, 2005 ).
- Deutsche Bank, "Asia: Economic Analysis," *Emerging Market Monthly*, December 3, 2003 to December 16, 2004, [http://www.db.com/index\\_e.htm](http://www.db.com/index_e.htm), download from Bloomberg on January 1, 2007.
- Dunaway, Steven and Xiangming Li, "Estimating China's 'Equilibrium' Real Exchange Rate," *IMF Working Paper*, October 2005, pp. 1~12.
- English, Phil et al., "H. R. 3058: Currency Harmonization Initiative through Neutralizing Action Act of 2003 ( Introduced in House )," *The House of Representatives of The United States*, September 10, 2003, <http://thomas.loc.gov/beta/billView.jsp?&k2dockey=/prd/k2/bills/xml/108/h3058.ih.xml@billmerge&numHits=1&currDoc=1&currentPage=1&108%3Cin%3Econgress%29&congress=108>.
- Frankel, Jeffrey, "On the Renminbi: The Choice Between Adjustment under a Fixed Exchange Rate and Adjustment under a Flexible Rate," paper presented at the High-Level Seminar on Foreign Exchange System, held by the International Monetary Fund and the People's Bank of China, Dalian, China, May 26-27, 2004, pp. 1~26.
- Frenkel, Jacob A. and Harry G. Johnson, *The Money Approach to the Balance of Payment* ( Toronto : University of Toronto Press, 1976 ).
- Frieden, Jeffry A., "The Politics of Exchange Rates," in S. Edward and M. Naim eds., *Mexico 1994: The Anatomy of an Emerging-Market Crash* ( Washington D.C.: Inter-American Development Bank Press, 1997 ), pp. 81~94.
- Goldstein, Morris, "Renminbi Controversies," presented on the Conference on Monetary Institutions and Economic Development, Cato Institute, Washington DC ( November 3, 2005 ), pp. 1~14.
- Jen, Stephen L., "A Stable RMB: Why Rock the Boat in a Storm?" *Morgan Stanley*, February 27, 2003, pp. 1~6.
- Keidel, Albert, "China's Currency: Not the Problem," *Policy Brief*, no. 39 ( June 2005 ), pp. 1~8.
- Krugman, Paul R. and Maurice Obstfeld, *International Economy: Theory and Policy*, 7<sup>th</sup> ed. ( Boston, MA: Addison-Wesley, 2006 ).
- Krugman, Paul R., "A Theory of Balance of Payments Crises," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, no. 3 ( August 1979 ), pp. 311~325.
- Leblang, David and William Bernhard, "The Politics of Speculative Attacks in Industrial Democracies," *International Organization*, vol. 54, no. 2 ( Spring 2000 ), pp. 291~324.

- Leblang, David, "Institutions, Expectations, and Currency Crises," *International Organization*, vol. 60, no. 1 ( January 2006 ), pp. 245~262.
- Leblang, David A., "Political Uncertainty and Speculative Attacks," in Steve Chan and James Scarritt eds., *Coping with Globalization: Cross-National Patterns in Domestic Governance and Policy Performance* ( London: Frank Cass, 2002 ), pp. 63~87.
- Leblang, David, "The Political Economy of Speculative Attacks in the Developing World," *International Studies Quarterly*, vol. 46 ( 2002 ), pp. 69~91.
- Lieberman, Joseph I., "108th Congress 1st Session S. 1592, Fair Currency Enforcement Act of 2003 ( Introduced in Senate )," *The Senate Of The United States*, September 8, 2003, <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/D?c108:1:./temp/~c108uCobTq:>
- Lieberman, Joseph I., "109th Congress 1st Session S.377, Fair Currency Enforcement Act of 2005 ( Introduced in Senate )," *The Senate Of The United States*, February 15, 2005, <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/D?c109:2:./temp/~c109UDmaHU:>.
- Lobo, Bento J. and David Tufte, "Exchange Rate Volatility: Does Politics Matter?" *Journal of Macroeconomics*, vol. 20, no. 2 ( Spring 1998 ), pp. 351~365.
- Meon, Pierre-Guillaume, "A Model of Exchange Rate Crises with Partisan Governments," *Journal of Macroeconomics*, vol. 23, no. 4 ( Fall 2001 ), pp. 517~535.
- Obstfeld, Maurice, "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features," *European Economic Review*, vol. 40, no. 3-5 ( April 1996 ), pp. 1037~1047.
- Obstfeld, Maurice, "Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises," *American Economic Review*, vol. 76, no. 1 ( March 1986 ), pp. 72~81.
- Prasad, Eswar, Thomas Rumbaugh and Qing Wang, "Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China," *IMF Policy Discussion Paper*, January 2005, pp. 1~32.
- Ryan, Tim et al., "H. R. 1498: Chinese Currency Act of 2005 ( Introduced in House )," *The House of Representatives of The United States*, April 6, 2005, <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/D?c109:1:./temp/~c109UDmaHU:>.
- Sachs, Aaron, Tornell Jeffrey and Andres Velasco, "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?" *INBER Working Paper 5142*, <http://www.nber.org/papers/w5142.pdf>.
- Schumer, Charles and Lindsey Graham, "S.1586 : A Bill to Authorize Appropriate Action If the Negotiations with the People's Republic of China Regarding China's Undervalued Currency and Currency Manipulations Are Not Successful," *United States Senate*, September 5, 2003, <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/D?d108:75:./temp/~bdVG6X:|/bss/d108query.html>.
- Shimpalee, L. Pattama and Janice Boucher Breuer, "Currency Crises and Institutions," *Journal of International Money and Finance*, vol. 25 ( 2006 ), pp. 125~145.
- Snow, John W., "Secretary John W. Snow Prepared Statement Following the Meeting of the

- G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors,” *U. S. Department of Treasury*, April 16, 2005, <http://www.treasury.gov/press/releases/js2384.htm>.
- Snow, John, “Press Roundtable Transcript with Treasury Secretary Snow in Beijing, China on September 3, 2003,” *U.S. Department of Treasury*, September 3, 2003, <http://www.ustreas.gov/press/release/js692.htm>.
- Snow, John, “Testimony of Treasury Secretary John Snow Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs,” *U.S. Department of Treasury*, October 30, 2003, <http://www.treas.gov/press/releases/js953.htm>.
- Snow, John, “Testimony of Treasury Secretary John Snow Before the Senate Committee on Finance,” *U.S. Department of Treasury*, June 23, 2005, <http://www.treas.gov/press/releases/js2505.htm>.
- Taylor, Mark P., “The Economics of Exchange Rate,” *Journal of Economic Literature*, vol. 33 ( March 1995 ), pp. 13~47.
- Tung, Chen-yuan, “The *Renminbi* Exchange Rate in the Increasingly Open Economy of China: A Long-Term Strategy and a Short-Term Solution,” *Issues & Studies*, vol. 43, no. 1 ( March 2007 ), pp. 79~114.
- Whitman, Marina V. N., “Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payment,” *Brookings Paper on Economic Activity*, vol. 3 ( 1975 ), pp. 491~555.
- Zwaniecki, Andrzej, “Treasury's Snow Notes Progress, Encourages More Reform,” *U. S. Department of State*, October 30, 2003, <http://usinfo.org/wf-archive/2003/031030/publog4.htm>.